



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

**TVORBA PORTFOLIA FONDU KVALIFIKOVANÝCH
INVESTORŮ**

ASSEMBLY OF THE HEDGEFUND PORTFOLIO

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Michael Rudy

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

BRNO 2019

Zadání bakalářské práce

Ústav: Ústav ekonomiky
Student: **Michael Rudy**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Ekonomika podniku
Vedoucí práce: **prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**
Akademický rok: 2018/19

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává bakalářskou práci s názvem:

Tvorba portfolia fondu kvalifikovaných investorů

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem bakalářské práce je navrhnout akciové portfólio fondu kvalifikovaných investorů.

Základní literární prameny:

Rejnuš, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. 760 s. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

Hladík, René. Trhy cenných papírů: (akcie a dluhopisy). 2., opr. a dopl. vyd. Ústí nad Labem: Reneco, 2009. ISBN 978-80-86563-24-4.

Lo, Andrew W. Hedgefunds: an analytic perspective. Princeton: Princeton University Press, ©2008. xxiv, 337 s. Advances in financial engineering. ISBN 978-0-691-13294-5.

Veselá, Jitka. Analýzy trhu cenných papírů. V Praze: Oeconomica, 2003. ISBN 80-245-0506-1.

Graham, Benjamin. The intelligent investor: the classic text on value investing. New York: Harper Business, ©2005. xxvii, 269 s. ISBN 0-06-075261-0.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2018/19

V Brně dne 28.2.2019

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Cieľom tejto bakalárskej práce je pomocou fundamentálnej analýzy vytvoriť portfólio s akciami svetových spoločností pôsobiacich v energetike. Teoretická časť sa zaoberá legislatívou fondov kvalifikovaných investorov, ich špecifikami a používanými stratégiami, ďalej fundamentálnou akciovou analýzou a vybranými pomerovými ukazovateľmi. Obsahom analytickej časti je aplikovanie postupov finančnej analýzy a následné porovnanie výsledkov jednotlivých spoločností a ich overenie bankrotným modelom. Záverom tejto práce je investičný návrh pre management modelového fondu, pozostávajúci z akcií vhodných spoločností.

Kľúčové slová

akcie, finančná analýza, fondy kvalifikovaných investorov, ropa a zemný plyn

Abstract

The goal of this bachelor thesis is to assemble an investment portfolio containing securities of world's largest oil and gas companies by using fundamental stock analysis. Theoretical part of this thesis describes the specifics of hedge funds, their strategies on market and the legislative surrounding them. Further, fundamental stock analysis is presented along with the description of individual ratios used in this thesis. Practical part covers the execution of the fundamental stock analysis, with eventual evaluation and comparison of given oil companies. The last part is a follow up to the results of the analysis and presents a final investment proposal to fund's management.

Key words

securities, fundamental analysis, hedge funds, oil and gas

Bibliografická citácia

RUDY, Michael. Tvorba portfolia fondu kvalifikovaných investorů [online]. Brno, 2019 [cit. 2019-05-11]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/116129>.
Bakalářská práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce Oldřich Rejnuš.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 01.04.2019

.....

Michael Rudy

Pod'akovanie

Moja vd'aka patri panovi prof. Ing. Oldřichovi Rejnušovi, CSc., za jeho odborné rady a pomoc pri písaní tejto práce. Takisto sa chcem pod'akovať mojej rodine a priateľom za ich podporu počas celého štúdia.

OBSAH

ÚVOD.....	7
CIELE PRÁCE, METÓDY A POSTUPY RIEŠENIA.....	9
1 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ PRÁCE.....	10
1.1 Makroekonomické, ekologické a politické faktory.....	10
1.1.1 Éra ropy	10
1.1.2 Od Big Oil ku Big Energy	13
1.2 Legislatívna úprava fondov kvalifikovaných investorov	14
1.2.1 Štatút fondu.....	14
1.2.2 Kvalifikovaný investor	15
1.2.3 Obhospodarovateľ	16
1.2.4 Depozitár	17
1.2.5 Administrátor	18
1.2.6 Fondový kapitál	18
1.3 Stratégie FKI na finančnom trhu.....	19
1.3.1 Equity hedge	19
1.3.2 Distressed Debt	19
1.3.3 Global Macro	20
1.3.4 Black Box	20
1.3.5 Event Driven.....	20
1.3.6 Arbitrážne FKI	20
1.4 Regulácia fondov kvalifikovaných investorov	21
1.5 Finančná analýza.....	22
1.5.1 Pomerové ukazovatele.....	22
1.5.2 Metódy medzipodnikového porovnávania	26

1.5.3	Bankrotné modely	26
2	ANALÝZA SÚČASNÉHO STAVU	28
2.1	Modelový fond kvalifikovaných investorov	28
2.1.1	Štatút fondu	28
2.2	Prvotný výber spoločností	29
2.3	Analýza vybraných spoločností	31
2.3.1	Exxon Mobil Corporation	31
2.3.2	Royal Dutch Shell	35
2.3.3	Chevron Corporation	39
2.3.4	Total S.A.	43
2.3.5	BP	47
2.3.6	Schlumberger Limited	52
2.3.7	Enterprise Products Partners L.P.	56
2.3.8	Eni	60
2.4	Vzájomná komparácia spoločností	65
2.5	Verifikácia výsledkov bankrotným modelom	67
3	VLASTNÉ NÁVRHY RIEŠENIA	68
	ZÁVER	71
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	72
	ZOZNAM GRAFOV	76
	ZOZNAM OBRÁZKOV	78
	ZOZNAM TABULIEK	79

ÚVOD

Na finančných trhoch existuje v každom momente obrovské množstvo spôsobov ako investovať voľné prostriedky, od bežných až po tie menej bežné. Jednou z alternatívnych ciest ako investovať ponúkajú takzvané fondy kvalifikovaných investorov (*Hedge funds*). Spravujú ich profesionáli s cieľom dosahovania nadštandardných ziskov, podmienkou pre vstup investorov sú však veľké objemy investovaných prostriedkov a skúsenosti a znalosti investora z oblasti financií. Aj vďaka tomu nepodliehajú takej regulácii ako ostatné fondy prístupné drobným investorom, čo im dovoľuje praktizovať rôzne neštandardné stratégie a podstupovať vyššie riziko. Oproti štandardným otvoreným podielovým fondom majú omnoho širšie investičné možnosti a nižšiu koreláciu s vývojom finančného trhu. Tým sa stávajú atraktívnou investíciou najmä pre veľké finančné inštitúcie či bohatých jednotlivcov, ktorí majú záujem diverzifikovať svoje portfólio trochu inak.

Cieľom tejto bakalárskej práce je vypracovať návrh investičného portfólia práve pre management fondu kvalifikovaných investorov, konkrétne z akcií svetových ropných spoločností. Hedgeové fondy a ropný trh celkovo zažívali v poslednej dobe turbulentné obdobie. Od roku 2016 utrpeli citeľné straty najprv kvôli utlmenej volatilitě, potom kvôli zvýšenej volatilitě, no hlavne kvôli nečakanému poklesu cien ropy. Výsledkom boli viaceré uzavreté hedgeové fondy a ich počet klesol na svoje minimum od roku 2010. Počas roku 2018 cena ropy začala opäť narastať, v decembri však nasledoval ďalší prepád o takmer 40 amerických dolárov. V prvom kvartáli roku 2019 naopak cena narástla o necelých 20 amerických dolárov. Tieto okolnosti majú známu príčinu, no v tom aké budú ich dlhodobé následky sa odborníci nezhodujú.

V tejto práci bude predstavený scenár, v ktorom spoločnosti patriace do takzvanej *Big Oil* (šesť najväčších ropných verejne obchodovaných spoločností sveta) v blízkej budúcnosti absolvujú historickú a zároveň nevyhnutnú transformáciu v ich kľúčových operáciách, vyplývajúcu z viacerých makroekonomických ukazovateľov, technologického pokroku a v neposlednej rade aj z narastajúceho politického nátlaku. Spoločnosti sa v tomto scenári rozdeľujú na tie, ktorých manažment túto zmenu očakáva a adekvátne koná, a tie, ktoré tak nerobia a túto zmenu s veľkou pravdepodobnosťou neprežijú. Dá sa predpokladať, že v horizonte najbližších 20 rokov budú najlepšie výsledky dosahovať tie

ropné spoločnosti, ktoré už dnes oplývajú popri ropе aj inými, ekologicky orientovanými projektami. Preto budú pre potreby tejto práce do portfólia fondu uvažované len ropné spoločnosti, ktoré sa nespoliehajú výhradne na ropu a vidia budúcnosť v ekologicky šetrnejších zdrojoch energie. Základom investičnej filozofie fondu je teda predpoklad, že svetovú energetiku a ľudstvo ako také čaká v blízkej budúcnosti významný míľnik, značiaci prechod z ropy na alternatívne zdroje energie.

V teoretickej časti práce bude najprv zadaný globálny cieľ a jednotlivé parciálne ciele. Ďalej budú prebraté špecifiká ohľadom legislatívy fondov kvalifikovaných investorov aj investičných fondoch všeobecne, ich jednotlivé stratégie a iné dôležité náležitosti s nimi spojené. Nasleduje podrobnejšie vysvetlenie motívov vedúcich k investičnej stratégii modelového fondu a nakoniec bude predstavená problematika finančnej analýzy a jednotlivé pomerové ukazovatele, s ktorými sa bude v tejto práci pracovať. V analytickej časti bude definovaný štatút modelového fondu, na základe ktorého prebehne prvotný výber spoločností. Následne budú pomocou finančnej analýzy vybrané spoločnosti z viacerých hľadísk skúmané a ich výsledky vzájomne porovnané a overené bankrotným modelom. V tretej, návrhovej časti, je na základe výsledkov finančnej analýzy vypracovaný a prezentovaný investičný návrh s akciami konkrétnych ropných spoločností, ktoré dosiahli najlepšie výsledky.

CIELE PRÁCE, METÓDY A POSTUPY RIEŠENIA

Globálny cieľ tejto bakalárskej práce predstavuje vypracovanie investičného návrhu pre management fondu kvalifikovaných investorov. Investičný návrh má pozostávať z akcií svetových ropných spoločností.

Dosiahnutiu globálneho cieľa predchádzajú nasledovné parciálne ciele:

- prvotný výber jednotlivých spoločností
- analýza jednotlivých spoločností
- komparácia výsledkov a následný sekundárny výber
- verifikácia výberu pomocou bankrotného modelu

Metodológia

Pre dosiahnutie **prvého parciálneho cieľa** budú určené konkrétne požiadavky na charakter a činnosť spoločností a zároveň definovaný štatút modelového fondu kvalifikovaných investorov, ktorý bude vytvorený pre potreby tejto práce. Na základe uvedených kritérií prebehne prvotný výber vyhovujúcich spoločností.

Obsahom **druhého parciálneho cieľa** je za využitia finančnej analýzy preskúmať finančné zdravie v predošlom kroku vybraných spoločností. Analýza prebehne za pomoci pomerových ukazovateľov.

Obsahom **tretieho parciálneho cieľa** je porovnať výsledky finančnej analýzy jednotlivých spoločností pomocou metódy váženého podielu a následne vyfiltrovať vyhovujúce spoločnosti.

Náplňou **štvrtého a zároveň posledného parciálneho cieľa** bude pomocou Altmanovho bankrotného modelu overiť výsledky a vyselektovať spoločnosti z hľadiska možného bankrotu.

1 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ PRÁCE

V tejto časti práce budú predstavené východiská a faktory, na základe ktorých je sformovaná investičná stratégia modelového fondu. Ďalej bude objasnená legislatíva obklopujúca fondy kvalifikovaných investorov, ich štruktúra, stratégie na finančnom trhu a ich regulácia. Následne bude predstavená problematika finančnej analýzy a popis jednotlivých pomeroých ukazovateľov použitých v tejto práci.

1.1 Makroekonomické, ekologické a politické faktory

Silný americký dolár, rozhodnutie Saudskej Arábie na čele OPEC-u neznížiť produkciu ropy (v ten istý čas americký trh zaplňala bridlicová ropa), spomalenie ekonomík v Európe, Iránska nukleárna dohoda či Parížska dohoda mali za následok nárast ponuky ropy a takisto skepticizmu, čoho dôsledkom cena ropy padla medzi júnom 2014 a januárom 2016 z takmer 115 USD na necelých 29 USD za barel (Brent). Kombinácia týchto udalostí otriasla (nielen) celým energetickým priemyslom, avšak za posledné mesiace sa situácia zmenila. V decembri 2018 bola cena na úrovni 42,53 USD za barel, v apríli 2019 už cena prekročila hranicu 70 USD za barel a viacero skutočností naznačuje, že cena ropy sa v najbližších rokoch bude pohybovať na podobnej, ak nie vyššej úrovni.

1.1.1 Éra ropy

V posledných rokoch sa výrazne medializovali otázky globálneho otepľovania a údajného znižovania svetových zásob ropy. Výsledkom je presvedčenie laickej verejnosti, že éra ropy je na konci a na cestách nič iné ako elektricky poháňané automobily neuvidíme. Proti tomuto považujem za najefektívnejšie argumentovať nasledujúcou štatistikou. **Nárast predaja elektrických vozidiel mal v roku 2017 za následok zníženie dopytu po rope o 30 000 barelov denne, globálny dopyt po rope v tom istom roku však rástol o 1,6 milióna barelov denne¹.** Aj keď problém globálneho otepľovania a budúcnosť energetiky v obnoviteľných zdrojoch sú určite reálne, svet musí ešte v dohľadnej budúcnosti s ropou počítať, a nemá na výber.

¹ *World Energy Investment: Executive Summary* [online]. Francúzsko: International Energy Agency, 2018 [cit. 2019-04-06]. Dostupné z: <https://webstore.iea.org/download/summary/1242?fileName=English-WEI-2018-ES.pdf>

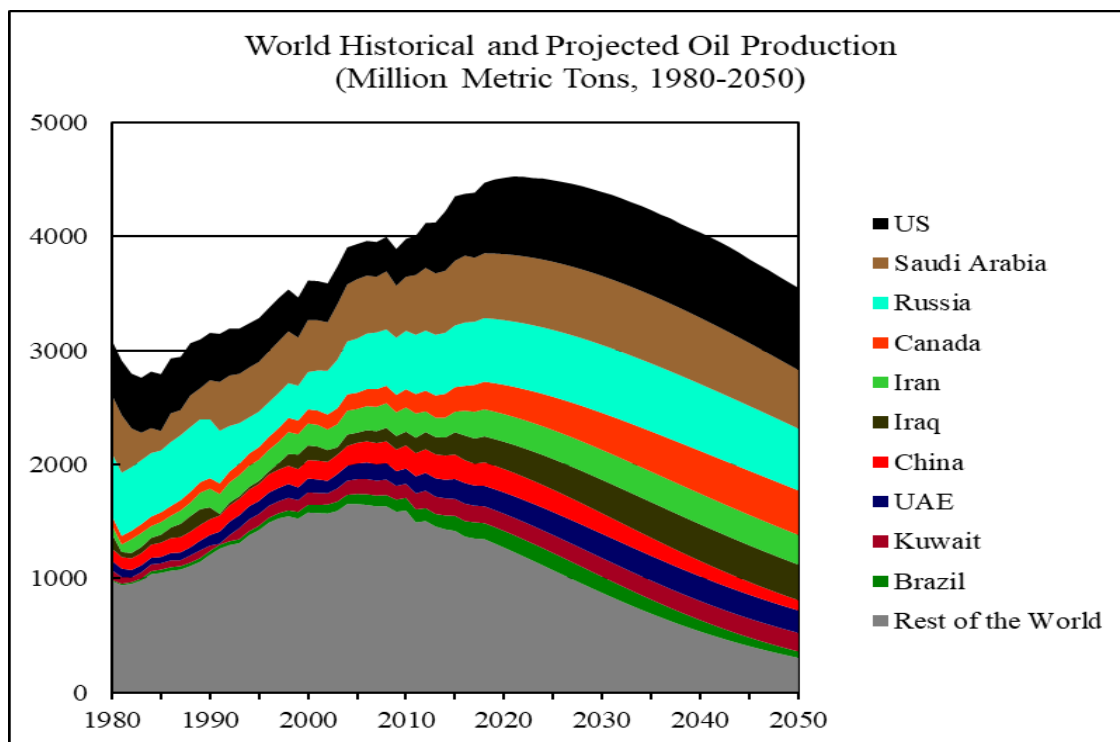
Dnešný svet spotrebuje približne 100 miliónov barelov ropy denne. Väčšinu, takmer 60%, spotrebuje dopravný priemysel, a zvyšná ropa sa spotrebuje hlavne pri výrobe plastov a v petrochemickom priemysle. Aj v prípade, že by sa elektrické automobily predrali na trh, dopyt po ropných produktoch ako sú hnojivá, plasty či kozmetika bude zodpovedný za približne štvrtinu nárastu celkového dopytu po rope v najbližších piatich rokoch². Sektory ako letecká či lodná preprava sú stále existenčne závislé na rope a v súčasnosti neexistujú technológie, ktoré by to dokázali zmeniť. Napriek tomu, že v krajinách OECD sa dopyt po rope v posledných rokoch nezvyšoval, globálne dopyt stúpal približne o 1,5% ročne. Môžu za to rozvojové krajiny spoločne s Čínou, kde sa za posledných 20 rokov dopyt po rope takmer zdvojnásobil³. Vyššia životná úroveň a urbanizácia v týchto krajinách ale aj globálne znamenajú vyšší dopyt po energii, s predpokladaným medziročným rastom dosahujúci 2%⁴. Na to, kedy dopyt po rope dosiahne svoj vrchol, existuje viacero názorov, no konsenzus medzi odborníkmi a viacerými manažérmi ropných spoločností znie, že dopyt po rope bude stúpať ešte najbližších 20 rokov, a čo je taktiež dôležité, odhadujú, že po vrchole nebude nasledovať okamžitý pokles, ale dopyt sa bude na úrovni vrcholu pohybovať dlhšiu dobu². Čo sa však čoskoro zmení je produkcia ropy. Podľa výpočtov dosiahne svoj vrchol už krátko po roku 2020, a v dôsledku klesajúcej ponuky môžeme zákonite očakávať rastúce ceny ropy⁵. **Podľa uvedených výpočtov teda vznikne najmenej 20 ročné obdobie charakteristické klesajúcou produkciou ropy a zvyšujúcim sa dopytom po nej.**

² EBERHART, Dan. Forecasts Of Peak Oil Demand Overstated. *Forbes* [online]. New Jersey: Forbes, ©2019, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/daneberhart/2018/09/18/forecasts-of-peak-oil-demand-overstated/#43dde6769b65>

³ COOPER, Amanda a Christopher JOHNSON. Now near 100 million bpd, when will oil demand peak?. Reuters [online]. Londýn: Reuters, ©2019, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-oil-demand-peak/now-near-100-million-bpd-when-will-oil-demand-peak-idUSKCN1M01TC>

⁴ STAHEL, Alexander, Patrick FELLER a Manuela NIETH. *Crude Oil: Are You Ready For Triple-Digit Oil Prices?* [online]. Zug: Burggraben Holding, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://seekingalpha.com/article/4170446-crude-oil-ready-triple-digit-oil-prices>

⁵ COYNE, Dennis. World Oil 2018-2050: World Energy Annual Report (Part 2). *Peak Oil Barrel* [online]. 2018, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <http://peakoilbarrel.com/world-oil-2018-2050-world-energy-annual-report-part-2/>



Obrázok č. 1: Historické a predpovedané množstvo vyprodukovanej ropy na svete⁶

Je potrebné si uvedomiť, že fosílna palivá sú stále hlavným zdrojom energie ľudstva. Vyše 85% vyprodukovanej energie na svete pochádza z ropy, zemného plynu a uhlia, z toho samotná ropa a zemný plyn predstavujú takmer 60%⁶. Väčšina celosvetového priemyslu je závislá na fosílnych palivách a to sa zmení iba v prípade, že sa zásoby ropy a zemného plynu vyčerpajú, alebo energia z obnoviteľných zdrojov bude lacnejšia ako ropa. Ani jeden scenár však v najbližších rokoch nemožno očakávať a to dáva veľkým ropným spoločnostiam dostatok času na to, aby sa na takúto budúcnosť dôkladne pripravili a zároveň pravidelne dosahovali ziskov.

⁶ BP Statistical Review of World Energy [online]. 67. Londýn: BP p.l.c., 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2018-full-report.pdf>

1.1.2 Od Big Oil ku Big Energy

Ku marcu 2019 podpísalo Parížsku dohodu už 195 krajín sveta⁷. Cieľom tohto medzinárodného dokumentu je zamedziť nepriaznivým efektom globálneho otepľovania, a to v prvom rade znižovaním emisií skleníkových plynov. Azda najdôležitejším účastníkom tejto debaty sú práve najväčšie ropné spoločnosti sveta. Ak zahrnieme emisie vyprodukované od momentu ťažby a spracovania až po použitie predaných produktov, spoločnosti patriace medzi *Big Oils* sú zodpovedné za 9% celosvetového množstva vyprodukovaných skleníkových plynov⁸. Narastajúci tlak verejnosti, investorov a prísnejšia intervencia zo strany vlád spôsobili, že viaceré ropné spoločnosti sa krok za krokom začínajú pripravovať na budúcnosť, v ktorej ropa už nebude dominantným prvkom ich činností. Doposiaľ sa to prejavilo hlavne v investíciách do nových technológií znižujúcich emisie skleníkových plynov a v zodpovednejšom prístupe manažmentu. *Big Oils* môžu využiť svoju súčasnú pozíciu v globálnom zásobovacom reťazci, svoje technologické zručnosti, skúsenosti zo sveta energetiky a komodít a v neposlednom rade ich objemné zisky na to, aby pretransformovali svoje aktivity od ropy k zemnému plynu, od rafinérií k petrochemickému priemyslu, a ku zvýšeným investíciám do biopalív a obnoviteľných zdrojov. Goldman Sachs vo svojom dokumente vytyčuje konkrétne body, ktoré ak budú ropné spoločnosti nasledovať, do roku 2030 znížia svoje emisie skleníkových plynov o 23%, čo je v súlade s predstaveným scenárom Parížskej dohody. Zároveň odhaduje, že ropa bude predstavovať len 26% z portfólia činností ropných spoločností, namiesto dnešných 48%, a prioritou sa stane zemný plyn, ktorého ťažba a spracovanie znečisťuje životné prostredie oveľa menej⁸. Energetický sektor teda čaká v dohľadnej budúcnosti významná transformácia, ropné spoločnosti však za posledných 100 rokov preukázali ohromnú schopnosť adaptácie na nové situácie a technológie, a dá sa predpokladať, že sa blížiacim udalostiam úspešne adaptujú znova. Potrebná však bude implementácia nových technológií a hlavne zmena ich podnikovej filozofie.

⁷ Paris Agreement. *United Nations Treaty Collection* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-28]. Dostupné z: https://treaties.un.org/pages/ViewDetails.aspx?src=TREATY&mtdsg_no=XXVII-7-d&chapter=27&clang=_en

⁸ DELLA VIGNA, CFA, Michele, Neil MEHTA, David CHRENG a Alberto GANDOLFI. *Re-imagining Big Oils: How Energy Companies can successfully adapt to climate change* [online]. New York: The Goldman Sachs Group, 2018 [cit. 2019-03-31]. Dostupné z: https://assets.realclear.com/files/2018/10/1038_oilclimate.pdf

1.2 Legislatívna úprava fondov kvalifikovaných investorov

V Českej republike upravuje investičné fondy zákon č. 240/2013 Sb., o investičných spoločnostiach a investičných fondoch (ďalej len „ZISIF“), ktorý nahradil zákon č. 189/2004 Sb., o kolektívnom investovaní („ZKI“). ZISIF po novom rozlišuje dva druhy investičných fondov - fondy kolektívneho investovania a fondy kvalifikovaných investorov⁹.

Je teda nutné zdôrazniť, že česká legislatíva pojem *hedge fund* neuvádza a úplne ho nahrádza výrazom fondy kvalifikovaných investorov (ďalej len „FKI“). FKI môžu mať podobu buď právnickej osoby, kedy vydávajú účastnícke cenné papiere a jednotliví investori sa ich kúpou stávajú spoločníkmi, alebo formu podielového fondu vydávajúceho podielové listy (zákon dodatočne umožňuje aj formu zvereneckého fondu)⁹.

1.2.1 Štatút fondu

Ide o základný dokument upravujúci charakter a činnosť fondu. Okrem iného je v ňom uvedené investičné zameranie a politika fondu, pravidlá hospodárenia fondu, stratégie, identifikácia obhospodarovateľa, depozitára a administrátora fondu. Tento dokument je určený pre investorov, ktorí majú právo sa s ním oboznámiť¹⁰. Pri FKI hrajú významnú rolu rôzne poplatky, ktoré musia byť v štatúte fondu jasne zadefinované. V porovnaní s ostatnými fondami, u FKI sú poplatky vo všeobecnosti výrazne vyššie. Vyplývajú hlavne zo značne náročných investičných stratégií vyžadujúcich aktívny a vysoko profesionálny prístup manažérov fondu. Investori platia formou vstupných poplatkov, poplatkov za riadenie, alebo formou podielu na zisku. Obzvlášť vysoké sú u FKI výstupné poplatky, ktoré majú zamedziť predčasným výstupom z fondu a negatívne tak ovplyvniť likviditu fondu¹¹.

⁹ ČESKO. Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS 2010-2018 [cit. 14. 01. 2019]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2013-240>

¹⁰ Provoz fondu a jeho správa. *Amista* [online]. Praha: AMISTA investiční společnost, ©2014-2018 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://www.amista.cz/pruvodce-fondy-kvalifikovanych-investoru/provoz-fondu-a-jeho-sprava>

¹¹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy: učebnice s programem na generování cvičných testů*. Praha: Grada Publishing, 2016. ISBN 978-80-247-5871-8.

1.2.2 Kvalifikovaný investor

Od bežných fondov kolektívneho investovania sa FKI líšia v niekoľkých kľúčových bodoch. Ako napovedá samotný názov, nie sú prístupné hocikomu, ale iba špecifickej, zákonom definovanej skupine – **kvalifikovaným investorom**. Od júna 2016 nadobudol účinnosť zák. č. 148/2016 Sb., ktorý novelizoval ZISIF a výrazne pozmenil legislatívne požiadavky na osobu kvalifikovaného investora. Po novom sa kvalifikovaným investorom môže stať osoba, ktorá učinila prehlásenie o tom, že si je vedomá rizík spojených s investovaním do tohoto fondu kvalifikovaných investorov, a výška ňou splateného vkladu alebo splatenej investície do tohoto fondu odpovedá čiastke aspoň:

- 125 000 EUR alebo
- 1 000 000 Kč, pokiaľ administrátor fondu, alebo ním poverená osoba písomne potvrdí, že na základe informácií získaných od investujúcej osoby sa dôvodne domnieva, že táto investícia zodpovedá finančnému zázemiu, investičným cieľom a odborným znalostiam a skúsenostiam investujúcej osoby v oblasti investícií¹²

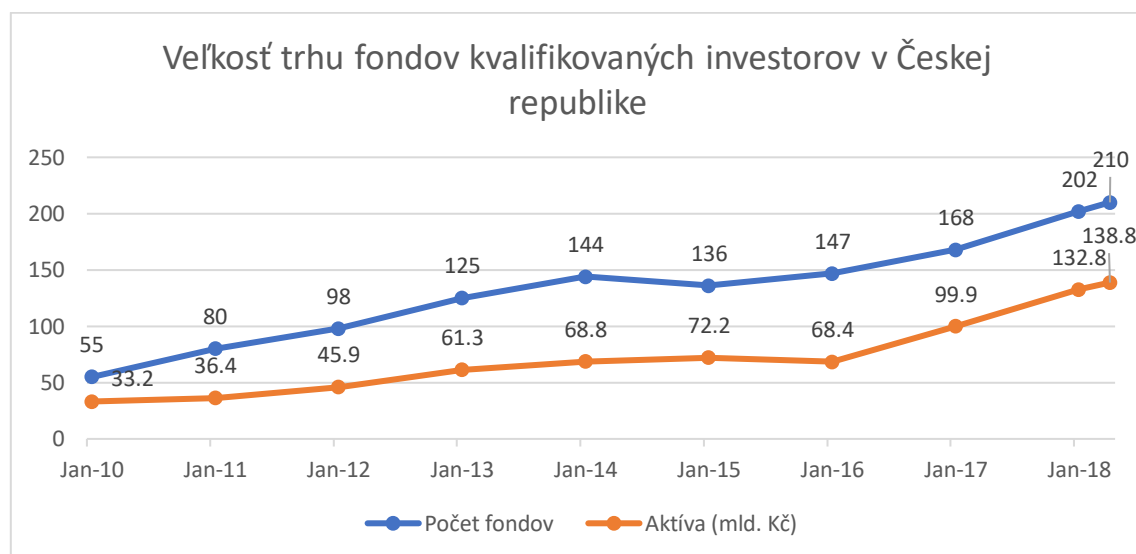
Minimálnu čiastku vstupnej investície si fondy môžu v štatúte určiť aj samostatne. Cieľom týchto opatrení je jednak ochrana investora, ale aj zachovanie vysokej prestíže týchto fondov. Zákon aj povaha FKI teda vedome vylučuje možnosť investovať subjektom, ktorí nedisponujú potrebnou úrovňou vzdelania v oblasti financií, alebo prípadné straty fondu by pre nich mali likvidačné následky.

Zmeny v zákone z roku 2016 túto formu investovania výrazne priblížili širšiemu okruhu investorov a zvýšený záujem o FKI dokazujú aj štatistiky. Ku dňu 31.03.2018 bola výška objemu majetku vo FKI v českej republike 138,84 mld. Kč a evidovaných bolo 210 fondov, v porovnaní s približne 68 mld. Kč z roku 2016 a 147 evidovanými fondami¹³. Na českom trhu FKI nedominujú veľké bankové skupiny, ktoré majú navrch na trhu

¹² Zákon č. 148/2016 Sb.: *kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony*. In: Praha: Ministerstvo financí ČR, 2016, ročník 2016, číslo 148. Dostupné také z: <https://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2016/zakon-c-148-2016-sb-24967>

¹³ Objem Majetku Svěřený Správcům Aktiv Dosáhl k 31.3.2018 Výše 1,365 Bilionu Korun. *AKAT ČR* [online]. ©2018, , 4 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.akatcr.cz/public/vypisNovinku.do?id=4031>

otvorených podielových fondov, ale špecializované investičné spoločnosti Avant a Amista. Medzi ďalších významných hráčov na poli FKI patria finančné skupiny Amundi Czech republic, QI, Conseq, J&T alebo Redsite¹⁴.



Graf č. 1: Veľkosť českého trhu fondov kvalifikovaných investorov¹³ (vlastné spracovanie)

Najbežnejšími investormi do FKI sú veľké inštitúcie ako banky, poisťovne, penzijné fondy, obchodníci s cennými papiermi či rôzne iné majetné spoločnosti alebo bohatí jednotlivci¹¹.

1.2.3 Obhospodarovateľ

Zákon definuje obhospodarovateľa ako toho, kto obhospodaruje investičný fond, prípadne jeho podfondy. Obhospodarovaním sa rozumie správa majetku fondu, investovanie na účet fondu a riadenie rizík spojených s investíciami. Každý fond musí mať iba jedného obhospodarovateľa a ten túto funkciu nesmie vykonávať bez povolenia udeleného Českou národnou bankou⁹.

Obhospodarovateľ FKI pri obhospodarovaní fondu zavedie v rámci štatútu a udržiava a uplatňuje⁹:

¹⁴ TRAMBA, David. Dvojnásobný růst aktiv na 139 miliard. Zájem o fondy kvalifikovaných investorů stoupá. In: *Euro.cz* [online]. Praha: Mladá fronta, ©2018 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.euro.cz/byznys/zajem-o-fondy-kvalifikovanych-investoru-stoupa-1410223>

- pravidlá pre skladbu majetku, spočívajúce vo vymedzení vecí, ktoré môžu byť nabité do imania fondu, a investičných limitou, ktoré je nutné dodržiavať vo vzťahu k týmto veciam, vrátane, ak to prichádza do úvahy, investičných limitov pri kopírovaní zloženia indexu,
- pravidlá pre prijatie úveru alebo pôžičky na účet tohto fondu,
- pravidlá pre použitie majetku tohto fondu k poskytnutiu úveru, pôžičky alebo daru, k zaisteniu dlhu inej osoby alebo k úhrade dlhu, ktorý nesúvisí s obhospodarovaním tohto fondu, vrátane toho, či je možné majetok tohoto fondu použiť k poskytnutiu úveru alebo pôžičky, ktoré nesúvisia s jeho obhospodarovaním, a toho, či je možné majetok tohoto fondu použiť k poskytnutiu daru, k zaisteniu dlhu inej osoby alebo k úhrade dlhu, ktorý nesúvisí s jeho obhospodarovaním,
- pravidlá pre uzatváranie zmlúv o predaji vecí na účet tohoto fondu, ktoré tento fond nemá vo svojom majetku alebo ktoré má na čas prenechané,
- techniky k obhospodarovaniu tohoto fondu,
- pravidlá pre používanie techník k obhospodarovaniu tohoto fondu, vrátane pravidiel pro zjednávanie repo obchodov s využitím majetku tohoto fondu a pravidiel pre investovanie v súvislosti so zjednanými repo obchodmi,
- pravidlá pre znižovanie rizika z použitia derivátov, a ak využíva pákový efekt, tiež limity pre mieru využitia pákového efektu,
- pravidlá pre výpočet celkovej expozície tohoto fondu záväzkovou metódou, metódou hrubej hodnoty aktív, metódou merania hodnoty v riziku, s rozlíšením podľa modelu absolútnej rizikovej hodnoty a relatívnej rizikovej hodnoty, alebo inou pokročilou metódou merania rizík, a
- limity celkovej expozície v prípade metód podľa písmena h)⁹.

1.2.4 Depozitár

Depozitárom investičného fondu sa podľa zákona rozumie osoba, ktorá je na základe písomnej depozitárskej zmluvy oprávnená opatrovať majetok fondu, zakladať a viesť peňažné účty a evidovať pohyb peňažných prostriedkov v majetku fondu. Zásada nezlučiteľnosti zakazuje vykonávať túto funkciu obhospodarovateľovi fondu. Zároveň fondy môžu mať iba jedného depozitára, ktorým môže byť:

- banka so sídlom v Českej republike,
- zahraničná banka s pobočkou na území Českej republiky,
- obchodník s cennými papiermi, ktorý nie je bankou a ktorý je povinný dodržiavať kapitálovú primeranosť podľa § 8a odst. 1 zákona upravujúceho podnikanie na kapitálovom trhu a má povolenie k poskytovaniu investičnej služby úschova a správa investičných nástrojov vrátane súvisiacich služieb⁹
- zahraničná osoba, ktorá má povolenie orgánu dohľadu iného členského štátu k poskytovaniu investičnej služby úschova a správa investičných nástrojov vrátane súvisiacich služieb, poskytuje investičné služby v Českej republike prostredníctvom pobočky obchodného závodu a je povinná dodržiavať kapitálovú primeranosť podľa § 8a odstavce 1 zákona upravujúceho podnikanie na kapitálovom trhu⁹.

1.2.5 Administrátor

Podľa zákona je administrátor investičného fondu je ten, kto zabezpečuje administráciu fondu. Hlavným administrátorom sa rozumie právnická osoba so sídlom v českej republike, ktorá môže vykonávať administráciu na základe povolenia udeleného Českou národnou bankou. Každý fond môže mať len jedného administrátora. V prípade štandardných fondov túto funkciu plní obhospodarovateľ fondu, v ostatných prípadoch je možné tieto zložky oddeliť. Medzi najdôležitejšie činnosti spadajúce pod administratívu fondu patrí vedenie účtovníctva, oceňovanie majetku, výpočet aktuálnej hodnoty vydaných cenných papierov, reporting investorom rozdeľovanie a vyplácanie výnosov alebo poskytovanie právnych služieb.

1.2.6 Fondový kapitál

Fondový kapitál fondu kvalifikovaných investorov musí do 12 mesiacov od jeho vzniku dosiahnuť výšku aspoň 1 250 000 EUR. V prípade, že FKI investuje viac ako 90% svojej hodnoty do cenných papierov predstavujúcich podiel v spoločnosti, požadovaná výška kapitálu je minimálne 1 000 000 EUR. Ak FKI nespĺňa dané podmienky, musí obhospodarovateľ bezodkladne urobiť tak, aby ich fond spĺňal, alebo ho rozpustiť⁹.

1.3 Stratégie FKI na finančnom trhu

Druhou významnou odlišnosťou FKI je fakt, že môžu uplatňovať agresívnejšie stratégie a pozície. Na rozdiel od fondov kolektívneho investovania môžu využívať finančné deriváty ako napríklad opcie, využívať predaj na krátko alebo efekt finančnej páky na zvýšenie výnosov. Dá sa konštatovať, že jediným obmedzením pri investovaní FKI je ich štatút¹⁵. Existuje veľa stratégií a štýlov riadenia FKI, a aj keď v praxi bude každý manažér argumentovať svojou jedinečnosťou, vieme ich stratégie rozdeliť do niekoľkých základných kategórií.

1.3.1 Equity hedge

Equity hedge často nazývané aj *Long/Short Equity* sú jednou z najjednoduchších a najrozšírenejších stratégií FKI. Ako už naznačuje ich názov, takéto fondy vstupujú do dlhých alebo krátkych pozícií s akciami a ich derivátmi. Pre vyhodnotenie investície využívajú mnohé kvantitatívne a analytické metódy, pričom vo väčšine prípadov sa sústredia iba na verejne obchodované spoločnosti¹⁶. Dve základné formy *Equity hedge* sú operácie s nadhodnotenými či podhodnotenými akciami (vyhodnotenie situácie stojí na manažérovi fondu), alebo takzvané tržne neutrálné *Equity hedge* v ktorých sa manažéri usilujú o čo najnižšiu koreláciu zvolených akcií s trhom¹⁷.

1.3.2 Distressed Debt

Tieto fondy sa zameriavajú na dlhové instrumenty spoločností, ktoré sa buď nachádzajú vo finančných ťažkostiach alebo sa z nich práve dostali. Na základe analýz skupujú dlhopisy, ktoré stratili na hodnote kvôli nepriaznivému vývoju spoločnosti s očakávaným zlepšením situácie v budúcnosti. Ide o pomerne riskantné investície, a takéto fondy častokrát osobne zasahujú do jednotlivých spoločností so zámerom zlepšenia situácie¹⁶.

¹⁵ BAKER, H. Kent a Greg FILBECK. *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. New York: Oxford University Press, 2017. ISBN 978-0190607371.

¹⁶ Common Hedge Fund Strategies. Capital Fund Law Group [online]. New York, ©2017 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.capitalfundlaw.com/blog/2015/04/05/common-hedge-fund-strategies>

¹⁷ BARUFALDI, Dan. *Hedge Funds: Strategies*. Investopedia [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/university/hedge-fund/strategies.asp>

1.3.3 Global Macro

Global Macro FKI vytvárajú investičné stratégie na základe širšieho ekonomického a politického vývoja v regiónoch či jednotlivých krajinách. Investujú do všetkých druhov aktív, najčastejšie však do akcií, dlhopisov, komodít, mien či nehnuteľností. Často využívajú vysokého pákového efektu a pri rozhodovaní sa spoliehajú na rôzne makroekonomické analýzy. Všeobecne sú vystavované vyššiemu riziku, no s potencionálne nadpriemerným ziskom.

1.3.4 Black Box

Black Box FKI predstavujú fondy, ktoré vo svojom rozhodovaní spoliehajú na rôzne kvantitatívne analýzy, ktoré sú výsledkom algoritmického modelovania. Ich názov vyplýva zo skutočnosti, že investori majú väčšinou iba limitovaný prístup ku špecifikám investovania skrz takýto fond, a to kvôli snahe manažmentu fondu utajiť svoj algoritmus pred konkurenciou¹⁷.

1.3.5 Event Driven

Tieto fondy vyhľadávajú na trhu udalosti ako napríklad akvizície, fúzie, reorganizácie, likvidácie, bankroty, emisie akcií a podobné udalosti spôsobujúce výrazné zmeny cien akcií¹⁷. Najčastejšie je cieľom je zarobiť na vývoji kurzu akcií, no fondy môžu využiť dané udalosti aj na získanie kontroly nad podnikom.

1.3.6 Arbitrážne FKI

Stratégiou takýchto fondov je využiť rozdiely v kurzoch podobných akcií. Základným konceptom je, že manažér fondu nakupuje inštrumenty u ktorých očakáva nárast ich ceny, a zároveň predáva príbuzné inštrumenty u ktorých naopak očakáva prepád cien. Súvisiace cenné papiere môžu byť akcie a dlhopisy konkrétnej spoločnosti, akcie dvoch rôznych spoločností v tom istom sektore, alebo dva dlhopisy vydané tou istou spoločnosťou s rozdielnymi dátumami splatnosti. V každom prípade existuje rovnovážna hodnota, ktorá sa dá vypočítať, pretože inštrumenty spolu súvisia, ale v niektorých zložkách sa líšia¹⁶.

1.4 Regulácia fondov kvalifikovaných investorov

Ďalšou významnou vlastnosťou FKI je práve miera ich regulácie, napríklad v oblasti diverzifikácie a likvidity aktív. Na rozdiel od fondov kolektívneho investovania, ku ktorým majú prístup aj drobní investori a tým pádom je ich prísna regulácia nevyhnutná, sú tieto fondy regulované miernejšie. To znamená väčšie potencionálne výnosy za podstúpenia väčšieho rizika.

V Európskej Únii podliehajú fondy európskej smernici AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU). Tá bola zavedená krajinami G20 po finančnej kríze z roku 2008, ako súčasť širokého spektra opatrení na zlepšenie regulácie, kontroly finančného trhu a ochranu investora. Na úrovni EÚ pre alternatívne fondy dovtedy neexistovali regulačné opatrenia¹⁸.

AIFMD ukladá manažérom fondov povinnosť registrácie fondu u konkrétneho štátneho regulátora v danej krajine vždy, ak aktíva fondu presahujú:

- 100 miliónov EUR v prípade, že fond využíva finančnú páku, alebo
- 500 miliónov EUR v prípade, že fond finančnú páku nevyužíva¹⁹

V prípade Českej republiky je týmto štátnym regulátorom Česká národná banka. ČNB zároveň udeľuje povolenie k činnosti fondu, kedy skúma predovšetkým pôvod kapitálu, plán obchodnej činnosti, obhospodarovateľskú a depozitársku zmluvu, štatút definujúci investičnú stratégiu fondu, početnosť oceňovania aktív a ošetrenie rizika²⁰.

¹⁸ GOGNA, Monica. Industry grapples with regulatory changes. In: *Financial Times Advisor* [online]. Londýn: The Financial Times, ©2014 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.ftadviser.com/2014/12/15/investments/uk/industry-grapples-with-regulatory-changes-2vsLhqkuU99mxFub3ICQ6N/article.html>

¹⁹ ROBSON, Neil. AIFM Directive for US Private Fund Managers. In: *The National Law Review* [online]. Chicago: The National Law Review, ©2014 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.natlawreview.com/article/aifm-directive-us-private-fund-managers>

²⁰ Fondy kvalifikovaných investorů. *Avant* [online]. Praha: Avant, ©2018 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.avantfunds.cz/fondy-kvalifikovanych-investoru/>

1.5 Finančná analýza

Úlohou finančnej analýzy je pomocou retrospektívnych dát poskytnúť komplexné zhodnotenie finančnej situácie podniku. Základným zdrojom vstupných dát potrebných pre vypracovanie finančnej analýzy podniku sú jeho účtovné výkazy – rozvaha, výkaz zisku a strát, prehľad o peňažných tokoch (*cash flow*) a prehľad o zmenách vlastného kapitálu. Získané informácie slúžia jednak pre manažérov podniku, ale aj pre externé subjekty ako sú investori, štátne inštitúcie, banky, zamestnanci atď²¹. Z pohľadu investorov je finančná analýza nesmierne dôležitým nástrojom pri investičnom rozhodovaní, pretože poskytuje komplexné informácie o finančnom zdraví podniku a jeho výkonnosti. Finančné zdravie podniku sa vyhodnocuje na základe 3 základných aspektov: rentabilita, likvidita a finančná stabilita²².

Medzi najrozšírenejšie metódy finančnej analýzy patrí analýza absolútnych dát, analýza rozdielových ukazovateľov, analýza pomerových ukazovateľov a analýza sústav ukazovateľov²³. Pre potreby tejto práce bola zvolená práve analýza pomerových ukazovateľov.

1.5.1 Pomerové ukazovatele

Finančné pomerové ukazovatele, ako naznačuje ich názov, dávajú do pomeru dve či viacero položiek z rozvahy, výkazu zisku a strát alebo peňažných tokov. Táto metóda finančnej analýzy je najrozšírenejšia a najobľúbenejšia hlavne z dôvodov rýchlosti jej prevedenia a možnosti na základe jej výstupov navzájom porovnávať podobné podniky²³. V praxi najčastejšie využívané pomerové ukazovatele sú:

²¹ KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, s. 17. ISBN 978-80-247-4456-8.

²² KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. Praha: C. H. Beck, 2015, s. 14. ISBN 978-80-7400-538-1.

²³ SEDLÁČEK, Jaroslav. Finanční analýza podniku. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

1. Ukazovatele rentability

Rentabilita, alebo výnosnosť vloženého kapitálu, vypovedá o schopnosti podniku vytvárať jeho činnosťou nové zdroje – zisk²¹. Ukazovatele dávajú do pomeru práve zisk a výšku zdrojov, ktoré boli na jeho dosiahnutie vynaložené. Patria sem napríklad:

Výnos z dividendy (*dividend yield*)

Tento ukazovateľ sa používa pre vyhodnotenie cash flow-u plynúceho z držania akcií investorom. Percentuálne vyjadruje výnos plynúci z každej jednotky (americký dolár) držaných akcií.

$$\text{výnos z dividendy} = \frac{\text{dividenda na akciu}}{\text{tržná hodnota akcie}}$$

Rentabilita vlastného kapitálu (*ROE – return on equity*)

Dáva do pomeru čistý zisk po zdanení a výšku vlastného kapitálu. Pre investorov je to jeden z kľúčových ukazovateľov a je dôležité, aby dosahoval hodnoty vyššie ako úroky plynúce z obligácií alebo dlhodobých vkladov. V prípade že ROE dlhodobo dosahuje hodnôt rovnakých alebo nižších aké dosahujú úrokové miery na trhu, podnik nebude pre investorov zaujímavý a investujú svoj kapitál inde²³.

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Rentabilita celkových vložených aktív (*ROA – return on assets*)

Dáva do pomeru zisk a celkovú hodnotu aktív v podniku bez ohľadu na ich pôvod. Pri dosadení EBIT-u vyjadruje výkonnosť alebo produkčnú silu aktív v podniku pred zdanením a úrokmi²³. Vyššie hodnoty ROA znamenajú vyššiu efektivitu podniku v premieňaní zdrojov na zisk.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktíva}}$$

2. Ukazovatele zadlženosti

Udávajú pomer medzi vlastným a cudzím kapitálom v podniku, respektíve rozsah v akom podnik využíva k financovaniu dlh²³. Zadlženosť avšak nemusí byť iba javom negatívnym. Faktory ako daňový štít, doba splatnosti (čím dlhšia doba splatnosti, tým je kapitál drahší – vlastný kapitál má časovo neobmedzenú splatnosť) a miera rizika, znamenajú, že cudzí kapitál je v konečnom dôsledku lacnejší ako vlastný. Z uvedeného vyplýva, že podnik by si mal udržiavať čo najoptimálnejší pomer vlastného a cudzieho kapitálu²¹.

Celková zadlženosť

Vypočíta sa ako podiel cudzieho kapitálu k celkovým aktívam podniku. Čím je podiel vlastného kapitálu väčší, tým je riziko veriteľov v prípade likvidácie podniku menšie²³. Odporúčaná hodnota sa uvádza od 30% do 60%, treba však brať ohľad aj na odborový priemer²¹.

$$\text{celková zadlženosť} = \frac{\text{cudzie zdroje}}{\text{celkové aktíva}}$$

3. Ukazovatele likvidity

Likvidita je schopnosť podniku hradiť jeho záväzky. Tieto ukazovatele dávajú do pomeru to, čím je možné platiť, s tým, čo je potrebné zaplatiť²¹. Čím je hodnota ukazovateľov vyššia, tým je pravdepodobnejšie že podnik splatí svoje krátkodobé záväzky.

Bežná likvidita (likvidita 3. stupňa)

Vyjadruje, koľkokrát pokrývajú obežné aktíva podniku jeho krátkodobé záväzky. Do výpočtu obežných aktív by nemali vstupovať nepredajné zásoby a nedobytné pohľadávky. Odporúčaná hodnota ukazovateľa sa udáva v rozmedzí 1,5 až 2,5²¹.

$$\text{bežná likvidita} = \frac{\text{obežné aktíva}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

Pohotovú likvidita (likvidita 2. stupňa)

Na rozdiel od bežnej likvidity tento ukazovateľ vylučuje z obežných aktív položku zásob a do výpočtu vstupujú len peňažné prostriedky, krátkodobé cenné papiere a krátkodobé pohľadávky. Hodnota ukazovateľa by podľa literatúry nemala klesnúť pod 1²³.

$$\text{pohotovú likvidita} = \frac{\text{obežné aktíva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

4. Ukazovatele tržnej hodnoty

V prípade, že je podnik obchodovaný na kapitálovom trhu, sa pre investorov stávajú zaujímavé ukazovatele tržnej hodnoty podniku, tiež nazývané aj ukazovatele kapitálového trhu. Investori sledujú návratnosť svojich investícií, či už z hľadiska vyplácaných dividend alebo rastom cien akcií²³.

Čistý zisk na akciu (EPS – *earnings per share*)

Je jedným z kľúčových údajov o finančnej situácii podniku, pretože vyjadruje rentabilitu kmeňových akcií podniku. Zisk po zdanení a po výplate primárnych dividend sa dáva do podielu s celkovým počtom kmeňových akcií²³.

$$EPS = \frac{EAT - \text{primárne dividendy}}{\text{počet kmeňových akcií}}$$

Pomer tržnej ceny akcie k zisku na akciu (P/E – *price earnings ratio*)

Je indikátorom celkového tržného ohodnotenia podniku. Vyjadruje, koľko sú investori ochotní zaplatiť za jednu peňažnú jednotku zisku z danej akcie. Vysoké P/E môže znamenať, že investori v budúcnosti očakávajú nárast dividend, alebo že akcia nesie nízke riziko, a preto sa investori v danej dobe uspokojia s nižším výnosom²³. Pri porovnávaní P/E podniku s odborovým priemerom môže tento ukazovateľ poskytnúť informácie o nadhodnotení akcie (P/E akcie vyššie ako odvetvový priemer) alebo podhodnotení akcie (P/E akcie nižšie ako odvetvový priemer)²¹.

$$P/E = \frac{\text{tržná cena akcie}}{EPS}$$

1.5.2 Metódy medzipodnikového porovnávania

Aby sme mohli namerané hodnoty ukazovateľov jednotlivých podnikov uviesť do kontextu, je nutné ich logicky usporiadať a až následne ich porovnávať. Vhodným nástrojom pri riešení tohto problému sú tzv. matematicko-štatistické metódy, ako napríklad metóda váženého podielu, ktorá bude zároveň použitá pre potreby tejto práce. Princípom matematicko-štatistických metód je použitým ukazovateľom priradiť váhu a vytvoriť maticu, ktorá bude zahŕňať všetky skúmané podniky. Váha ukazovateľa vyjadruje jeho dôležitosť pre daný subjekt vykonávajúci finančnú analýzu. Každý ukazovateľ má zároveň charakter buď [+1] alebo [-1] v závislosti od toho, či sú pre daný ukazovateľ pozitívne vyššie alebo nižšie hodnoty²³. Výstupom tejto metódy je počet bodov pridelený každej spoločnosti, čo umožňuje ich zoradenie podľa dosiahnutých výsledkov.

1.5.3 Bankrotné modely

Bankrotné modely sú jednou z dvoch kategórií súhrnných ukazovateľov (tou druhou sú modely bonitné). V stručnosti je ich cieľom je identifikovať možné riziko bankrotu spoločnosti v blízkej budúcnosti, čo sa môže prejavovať napríklad nízkou likviditou alebo rentabilitou vloženého kapitálu²¹.

Pre potreby tejto práce bol zvolený Altmanov bankrotný model, inak nazývaný aj Z-skóre, ktorý patrí medzi najznámejšie a najpoužívanéjšie bankrotné modely. Základnou ideou Altmanovho modelu je preskúmanie ziskovosti, úrovne finančnej páky, likvidity, solventnosti a aktivity spoločnosti pomocou piatich ukazovateľov. Výsledkom je predpoveď veľkosti pravdepodobnosti, že spoločnosť sa ocitne v problémoch a zbankrotuje²⁴.

V roku 1983 bol základný vzorec pre výpočet Z-skóre upravený tak, aby vyhovoval aj pre spoločnosti obchodované na finančnom trhu. Z-skóre teda vypočítame nasledovne²¹:

$$Z \text{ skóre} = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,42X_4 + 0,998X_5$$

kde:

²⁴ Altman Z-Score. *Investopedia* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-17]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/a/altman.asp>

$X_1 = \text{pracovný kapitál} / \text{aktíva}$

$X_2 = \text{nerozdelené zisky} / \text{aktíva}$

$X_3 = \text{EBIT} / \text{aktíva}$

$X_4 = \text{tržná hodnota vlastného kapitálu} / \text{cudzie zdroje}$

$X_5 = \text{tržby} / \text{aktíva}$

Po vypočítaní hodnoty Z-skóre posúdime situáciu podniku. Ak je hodnota Z-skóre vyššia ako 2,99, spoločnosť sa nachádza v uspokojivej finančnej situácii a v blízkej budúcnosti jej bankrot nehrozí. Pri hodnotách Z-skóre od 1,81 do 2,99 je finančná situácia spoločnosti neistá, pri Z-skóre menšom ako 1,81 má spoločnosť vážne finančné problémy a hrozí jej bankrot²¹.

2 ANALÝZA SÚČASNÉHO STAVU

Obsahovou náplňou tejto kapitoly je samotné prevedenie finančnej analýzy a následný výber spoločností v zmysle štatútu a stratégie fondu. Kapitola má päť častí, ktoré na seba logicky nadväzujú:

- v prvej časti je čitateľ zoznámený s modelovým fondom kvalifikovaných investorov, jeho štatútom a stratégiou
- v druhej časti prebehne prvotný výber spoločností podľa stanovených kritérií modelového fondu
- tretia časť je predmetom analýzy vyhovujúcich spoločností z prvotného výberu
- štvrtá časť obsahuje vzájomné porovnanie spoločností metódou váženého podielu
- v piatej a poslednej časti sú dosiahnuté výsledky podrobené skúmaniu bankrotných a bonitných modelov

2.1 Modelový fond kvalifikovaných investorov

Štatút fondu je jeho základným a najdôležitejším dokumentom, ktorý obsahuje pre investora kritické informácie na základe ktorých vyhodnocuje danú investíciu. Pre potreby tejto bakalárskej práce je v tejto časti riadne definovaný štatút modelového fondu a stručne popísaná jeho interná politika.

2.1.1 Štatút fondu

Štatút modelového fondu obsahuje nasledovné informácie:

- **Názov fondu:** Euro Energy, uzavretý podielový fond kvalifikovaných investorov
- **Skrátený názov:** EE
- **Forma:** uzavretý podielový fond
- **Doba, na ktorú je fond vytvorený:** na dobu 10 rokov
- **Obhospodarovateľ fondu:** XX investičná spoločnosť, a.s.
- **Administrátor fondu:** XX investičná spoločnosť, a.s.
- **Depozitár fondu:** EnergyBank, a.s. (zapísaná v zozname depozitárov u ČNB)

- **Pre koho je fond určený:** fond je určený pre investorov, ktorí splňujú kritéria podľa zákona č. 148/2016 Sb.
- **Predmet a cieľ investícií:** Cieľom fondu EE je počas svojej existencie dosahovať kapitálový rast a zhodnotenie zverených aktív. Zameriava sa výhradne na investície do akcií ropných spoločností sídliačich v Spojených Štátoch Amerických a Európskej únii, ktoré aktívne investujú do alternatívnych zdrojov energie (okrem spoločností ťažiacich výhradne bridlicovú ropu)
- **Zaradenie akcií do portfólia fondu:** Akcie spoločností sú do portfólia fondu zaradované na základe výsledkov finančnej analýzy overených bankrotným modelom
- **Správa fondu:** pasívne spravovaný
- **Referenčná mena:** americký dolár
- **Investičné limity:** Fond môže investovať maximálne 50% majetku fondu do cenných papierov jedného emitenta

Z dôvodu zachovania relevantnosti a prehľadnosti tejto kapitoly neboli napriek svojmu významu do štatútu zahrnuté informácie o poplatkoch, rizikovom profile a ostatných organizačných náležitosti fondu.

2.2 Prvotný výber spoločností

Pre potreby investičného rozhodnutia boli do finančnej analýzy zaradené spoločnosti, ktoré spĺňajú kritéria dané štatútom fondu. Vybraných bolo osem najväčších spoločností podľa veľkosti tržnej kapitalizácie.

Prvým kritériom je príslušnosť spoločnosti do odvetvia energetiky, konkrétne do ropného priemyslu. Napriek situácií z rokov 2015 a 2016 sú ropné spoločnosti stále jedny z najväčších spoločností na svete, ako tržbami tak aj majetkom, čo robí z ich akcií zaujímavé podkladové aktíva pre investičné fondy. Navyše, ako je uvedené v teoretickej časti, existujú predpoklady na výrazne zlepšenie situácie v tomto sektore.

Druhým kritériom je, aby ropné spoločnosti aktívne investovali do obnoviteľných zdrojov energie, biopalív či iných projektov zameraných na znižovanie emisií skleníkových plynov. Za týmto kritériom stojí predpoklad, založený hlavne na nedávno uzavretej Parížskej dohode, že krajiny vyspelého sveta budú v súvislosti s ich predsavzatím čoraz

viac a tvrdšie presadzovať prechod na ekologicky menej zaťažujúce zdroje energie než je ropa²⁵. To robí zo spoločností, ktoré sú kompletne závislé na rope, obzvlášť zraniteľné subjekty. Preto majú z dlhodobého hľadiska najväčšiu šancu na úspech práve spoločnosti, ktoré si tieto okolnosti uvedomujú už teraz a porciu svojich ziskov investujú do alternatívnych projektov.

Tretím kritériom je sídlo spoločnosti buď v USA alebo v niektorom zo štátov Európskej únie. Spomenuté regióny predstavujú veľké, moderné a stabilné trhy otvorenej ekonomiky, ktoré sú nevyhnutné pre fungovanie spoločností a dôveru investorov. Je dokázané, že nedostatočná dôvera investorov spôsobuje pokles ponuky úverov, ale aj pokles dopytu po nich, čím sa finančný trh ochromuje a stáva sa neefektívnym¹¹. Nízke riziko zlyhania trhu a autorít a objem obchodu boli teda dôvodom pre zavedenie tohto kritéria.

Posledným kritériom je, aby činnosť vybraných spoločností nebola primárne bridlicová ropa (*shale oil*). Táto podmienka vychádza zo skutočnosti, že ťažba bridlicovej ropy je oproti konvenčnej pieskovej rope omnoho technologicky, a teda aj nákladovo náročnejšia, navyše závažne poškodzuje životné prostredie. Odhadovaná cena produkcie jedného barelu bridlicovej ropy sa pohybuje od 60 do 80 amerických dolárov. Ak sa ropa na trhu predáva pod touto hranicou, ťažba sa stáva nerentabilnou. Keďže v posledných 2 rokoch sa ropa predávala pod touto hranicou, spoločnosti ťažiacie bridlicovú ropu boli stratové, s negatívnym cash flow na úrovni 15 miliárd USD ročne, a svojou ťažbou v podstate ledva kryjú úroky²⁶. V súčasnosti ide o finančne nezdravý a nerentabilný sektor, ktorý stavia na optimistických predpokladoch v budúcnosti, a z tohto dôvodu nebudú akcie takýchto spoločností zaradené do portfólia fondu.

Na základe kritérií boli prvotným výberom vyselektované nasledujúce repné spoločnosti: Exxon Mobil Corporation, Royal Dutch Shell, Chevron Corporation, Total S.A., BP, Schlumberger Limited, Enterprise Product Partners L.P. a Eni.

²⁵ The Paris Agreement. *United Nations Framework Convention on Climate Change* [online]. Bonn, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

²⁶ GLADIŠ, Daniel. Analýzy a investiční názory: Břidlicová ropa. *Vltava Fund* [online]. Malta, ©2017, 2017 [cit. 2019-04-06]. Dostupné z: <http://www.vltavafund.com/cz/analyzy/ropa>

2.3 Analýza vybraných spoločností

Jednotlivé spoločnosti spĺňajúce vstupné kritéria budú v tejto časti bakalárskej práce popísané a následne analyzované pomocou vybraných ukazovateľov. Zo začiatku je nutné poukázať na významnú okolnosť - všetky analyzované spoločnosti nasledovali podobný trend v rokoch 2015 a 2016. Tento pokles v hodnotách určitých ukazovateľov bol vo svojej podstate zapríčinený ponukou prevyšujúcou dopyt, kedy OPEC v reakcii na prírastok americkej bridlicovej ropy neznížil produkciu a cena ropy sa tak výrazne prepadla. Kvôli univerzálnosti dopadu tejto skutočnosti teda nebudú pri analýze jednotlivých spoločností tieto udalosti opäť spomínané.

Jednotlivé finančné údaje spoločností boli čerpané z investičného portálu Morningstar, poprípade z ich výročných správ zverejnených na internetových stránkach.

2.3.1 Exxon Mobil Corporation

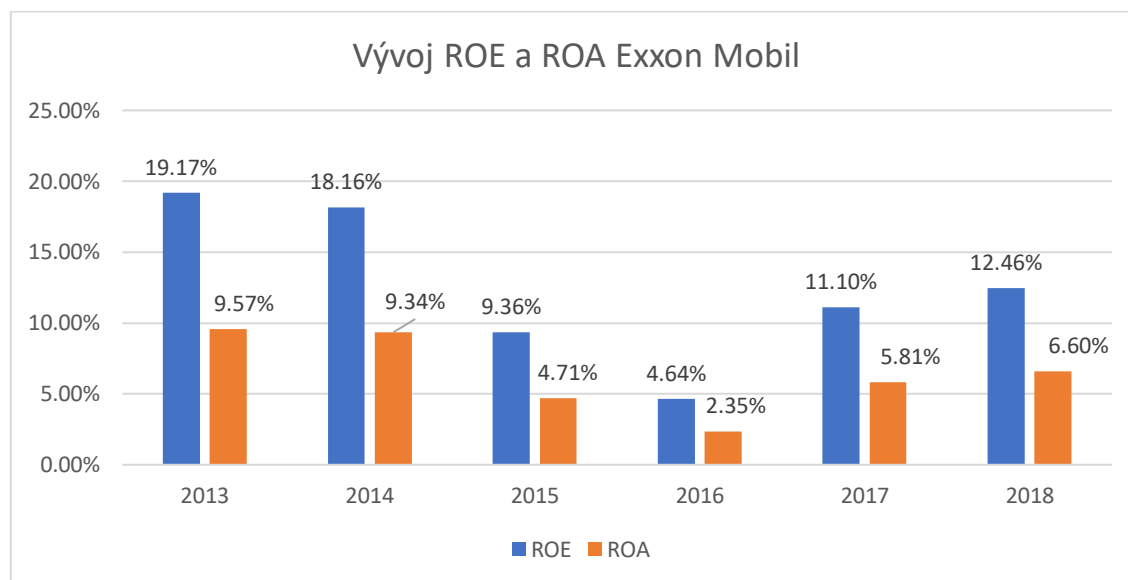
Exxon Mobil je americká ropná spoločnosť sídliaca v Texase a s históriou siahajúcou až do roku 1870. Je najväčšou spoločnosťou v tomto sektore a v roku 2018 dosiahla v rebríčku Fortune 500 druhú priečku medzi najväčšími americkými spoločnosťami podľa obratu²⁷. Exxon Mobil je stabilným členom americkej burzy a má za sebou 36 ročnú históriu rastu vyplácaných dividend. Exxon má zabehnuté výskumné projekty v oblasti čistej energie, ako napríklad biopalivá, bio diesel vyrábaný z poľnohospodárskeho odpadu či výroba plastov bez potreby spaľovania ropy. V čase písania tejto práce neboli dostupné všetky finančné údaje spoločnosti za rok 2018, a z toho dôvodu sa niektoré ukazovatele aplikujú len do roku 2017.

Analýza rentability

Spoločnosť Exxon Mobil dosahovala najvyšších hodnôt ukazovateľov rentability vlastného kapitálu (ROE) a rentability celkových aktív (ROA) v rokoch 2013 a 2014 (19,7% ROE a 9,57% ROA pre rok 2013, respektíve 18,16% ROE a 9,34% ROA pre rok 2014). V roku 2015 nasledoval prepád oboch ukazovateľov takmer o polovicu a zastavil sa na hodnotách 4,64% ROE a 2,35% ROA v roku 2016. V oboch prípadoch bol za prepád

²⁷ Fortune 500 Companies 2018: Who Made the List. *Forbes* [online]. New York: Forbes, ©2018 [cit. 2019-02-12]. Dostupné z: <http://fortune.com/fortune500/>

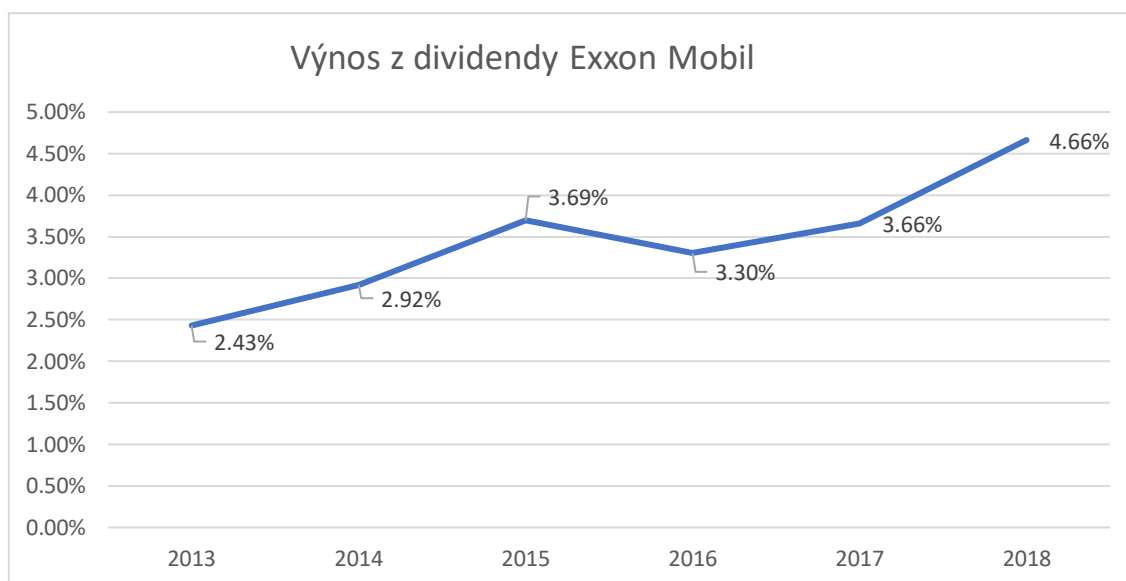
zodpovedný nižší zisk spoločnosti, ktorý v roku 2015 klesol z 32,52 miliárd USD na 16,15 miliárd USD, a následne až na 7,84 miliárd v roku 2016. V roku 2017 sa trend obrátil a hodnoty poskočili na 11,10% ROE a 5,81% ROA, čo bolo opäť zapríčinené zvýšením ziskov v roku 2017 na 19,71 miliárd USD. V roku 2018 rast pokračoval hodnoty dosahujú 12,46% ROE, respektíve 6,60% ROA, so ziskom až 23,22 miliárd USD.



Graf č. 2 : Vývoj ukazovateľov ROE a ROA Exxon Mobil²⁸ (vlastné spracovanie)

Výnos z dividendy spoločnosti mal za skúmané obdobie celkovo rastúci charakter, s jedinou výnimkou v roku 2016, kedy klesol z 3,69% v roku 2015 na 3,30%. Tento mierny pokles bol zapríčinený nárastom kurzu akcie z 77,95 USD na 90,26 USD, pričom dividendy z akcie pokračovali v raste z 2,88 USD na 2,98 USD medzi rokmi 2015 a 2016.

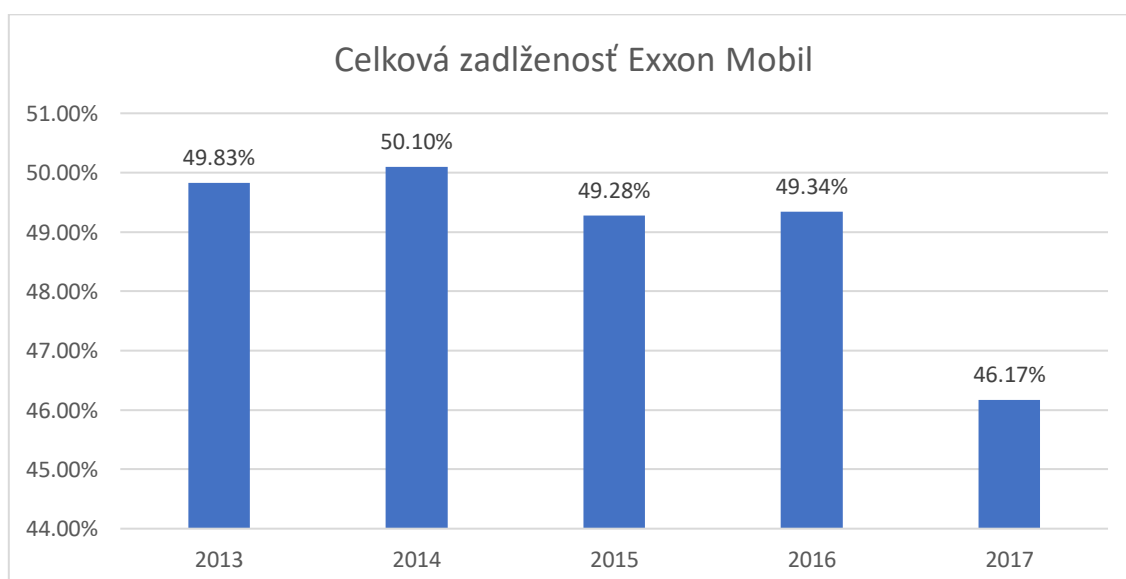
²⁸ Exxon Mobil Corp. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=XOM@ion=usa&culture=en-US>



Graf č. 3 : Výnos z dividendy Exxon Mobil²⁸ (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Celková zadlženosť spoločnosti Exxon Mobil v sledovanom období klesla zo 49,83% v roku 2013 na 46,17% v roku 2017. Tento pokles bol výsledkom zníženia cudzieho kapitálu v spoločnosti o viac ako 10 miliárd USD. Bežná aj pohotovú likvidita spoločnosti sa v tomto období výrazne nemenila. Hodnoty bežnej likvidity sa pohybovali v rozmedzí 0,79 až 0,83 a hodnoty pohotovej likvidity v rozmedzí 0,44 až 0,53.



Graf č. 4 : Celková zadlženosť Exxon Mobil²⁸ (vlastné spracovanie)

Ocenenie spoločnosti trhom

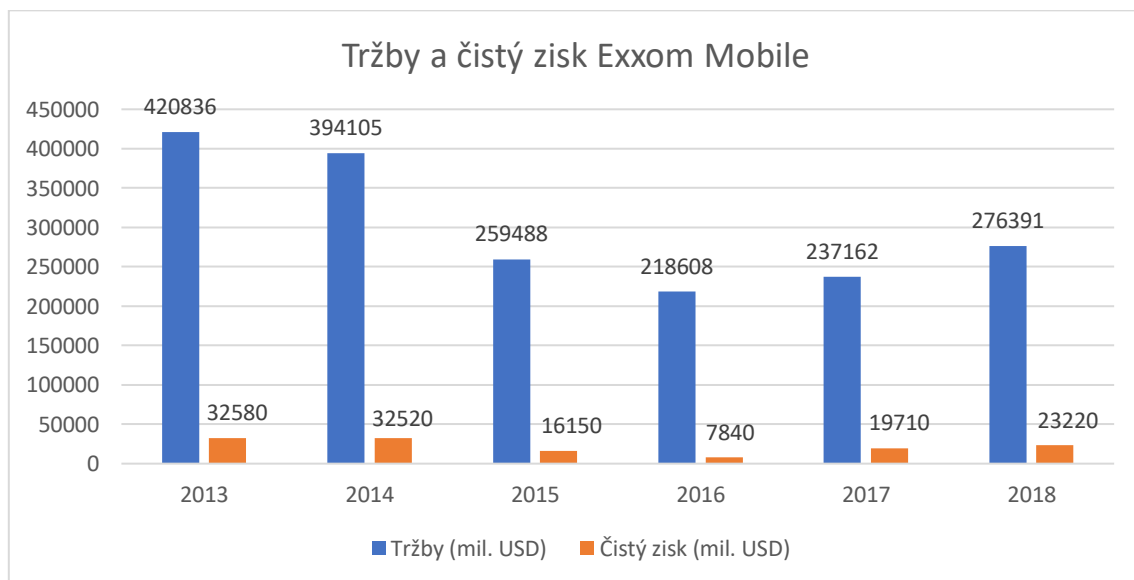
Decembrový *close* akcií spoločnosti Exxon Mobil za posledné roky klesal, čo bolo zapríčinené hlavne klesajúcou cenou ropy. Ukazovateľ P/E v dôsledku prepadu EPS a miernemu nárastu kurzu akcií v roku 2016 vyskočil až na hodnotu 42,2, no v roku 2018 klesol na štandardných 12,5 a odvtedy rastie a prevyšuje sektorový priemer. Hodnoty P/B klesli medzi rokmi 2013 a 2018 z 2,6 na 1,5, čo bolo opäť zapríčinené hlavne poklesom kurzu akcií spoločnosti.

Tabuľka č. 1 : Kurz akcie Exxon Mobil, ukazovatele P/E a P/B²⁸ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kurz akcie (close dec., USD)	101,2	92,45	77,95	90,26	83,64	68,19
P/E	13,2	11,6	16,4	42,2	27,2	12,5
P/B	2,6	2,2	1,9	2,2	1,9	1,5

Analýza ziskovosti

Spoločnosť Exxon Mobil vykazovala zisk počas celého skúmaného obdobia, ten však klesol z 32,58 miliárd USD v roku 2013 na 7,84 miliardy USD v roku 2016. V roku 2017 sa trend obrátil a čistý zisk vzrástol medziročne o viac ako 150% na hodnotu 19,71 miliárd USD, a v raste pokračoval aj v roku 2018 na hodnotu 23,22 miliárd USD.



Graf č. 5 : Tržby a čistý zisk Exxon Mobil²⁸ (vlastné spracovanie)

Hrubá marža klesla v roku 2016 na 17,90%, za posledné dva roky však vzrástla na 23,20%, čo je zároveň maximum sledovaného obdobia. Čistý zisk na akciu za sledované obdobie dosahoval maximum v roku 2014 (7,60 USD), následne však dôsledkom zníženia zisku klesol na 3,85 USD v roku 2015 a 1,88 USD v roku 2016. V nasledujúcich rokoch EPS opäť stúplo na 4,63 USD, respektíve 5,44 USD.

Tabuľka č. 2 : Ukazovatele hrubej marže a EPS Exxon Mobil²⁸ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Hrubá marža	21%	20,50%	20,50%	17,90%	23,20%	23,20%
EPS	7,37	7,6	3,85	1,88	4,63	5,44

2.3.2 Royal Dutch Shell

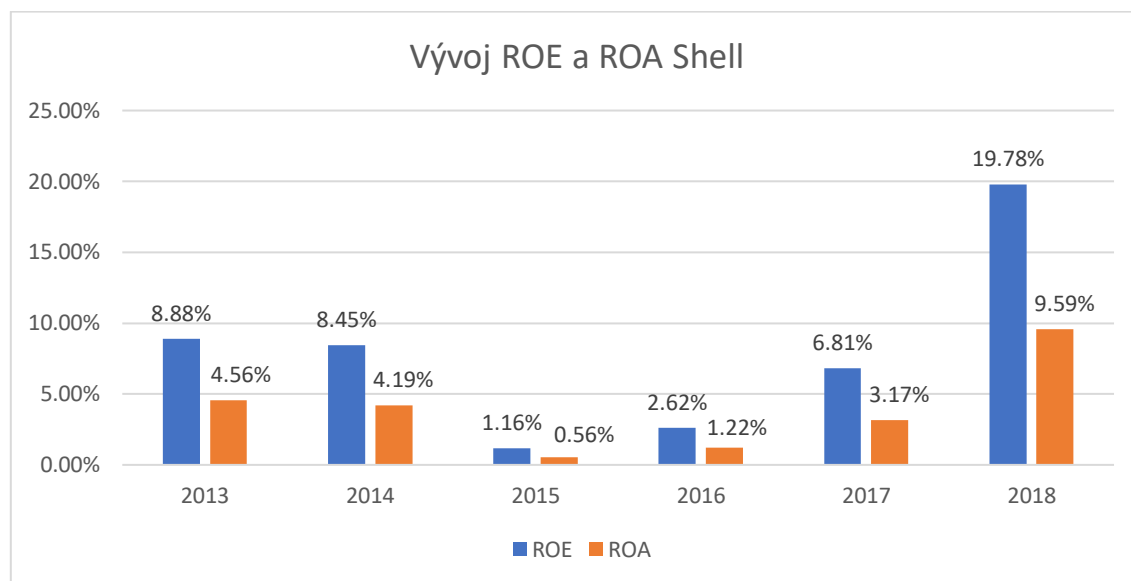
Royal Dutch Shell (známa ako Shell) je Holandsko-Britská ropná spoločnosť so sídlom v Hágu, operujúca vo vyše 70 krajinách sveta. Svojou históriou siaha až do roku 1907 no v jej dnešnej podobe ju svet pozná iba od roku 2015²⁹. Shell je najaktívnejším zástupcom ropných spoločností v oblasti investovania do čistej energie. Vlastní podiely vo viacerých spoločnostiach poskytujúcich veternú či solárnu energiu. CEO Ben van Beurden ohlásil ambiciózný plán znížiť emisie CO₂ do roku 2050 o 50%, a zároveň každý rok investovať 2 miliardy do obnoviteľných zdrojov. Shell je zároveň najväčšou spoločnosťou so sídlom v Európe podľa obratu a obchoduje sa na New Yorskej a Londýnskej burze, kde je dlhodobo súčasťou indexu FTSE 100.

Analýza rentability

Z roku 2013 na rok 2014 ukazovatele rentability vlastného kapitálu a rentability vložených aktív klesli iba marginálne, v roku 2015 však klesli na svoje minimum v danom období (1,16% ROE a 0,56% ROA). V oboch prípadoch za pokles mohol primárne nižší zisk spoločnosti v tomto roku, keďže vlastný kapitál a aktíva spoločnosti klesli len o približne 10 miliárd. Od roku 2016 začali zisky spoločnosti opäť rásť a s nimi aj hodnoty oboch ukazovateľov. V roku 2018 sa hodnoty vyšplhali na svoje maximum

²⁹ Who We Are. *Shell* [online]. Hague: Shell, ©2019 [cit. 2019-02-17]. Dostupné z: <https://www.shell.com/about-us/who-we-are.html#vanity-aHR0cHM6Ly93d3cuc2h1bGwuY29tL2dsb2JhbC9hYm91dHN0ZWxsL2F0LWEtZ2xhbmNILmh0bWw>

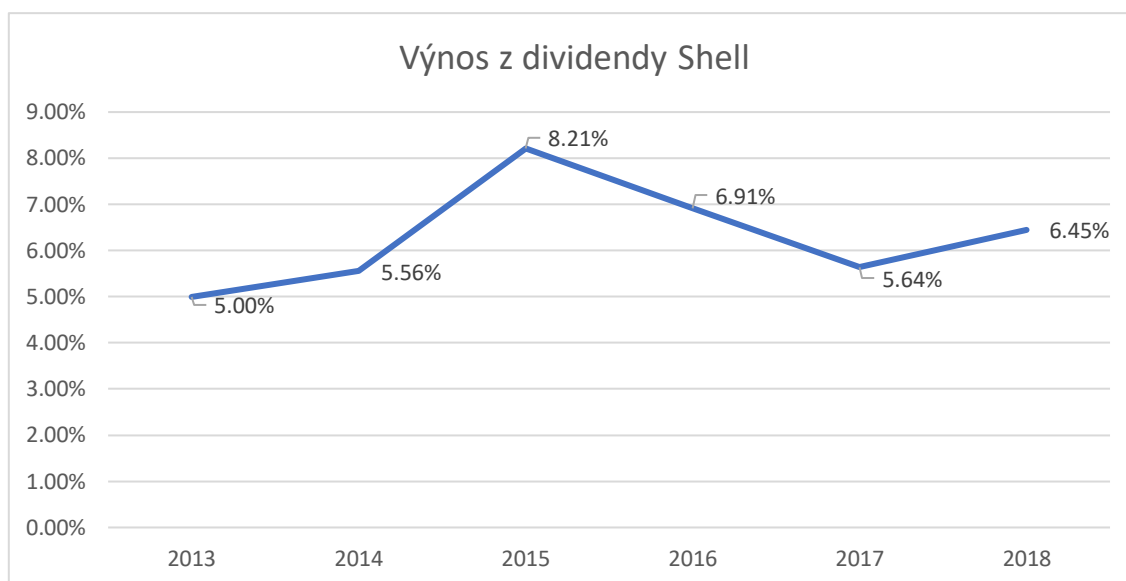
skúmaného obdobia, a to 19,78% ROE a 9,59% ROA, za čo môže nárast zisku takmer o polovicu.



Graf č. 6 : Vývoj ukazovateľov ROE a ROA Royal Dutch Shell³⁰ (vlastné spracovanie)

Dividenda na akciu spoločnosti Shell bola v skúmanom období takmer konštantná (3,56 USD až 3,76 USD), a preto boli zmeny v ukazovateli výnosu z dividendy zapríčinené iba zmenami kurzu akcií. V decembri roku 2015 kurz akcií klesol na 45,79 USD za akciu, čo vyvolalo nárast ukazovateľa na svoje maximum sledovaného obdobia, a to 8,21%. Nasledujúce dva roky začal decembrový *close* stúpať a výnos z dividendy klesol v roku 2017 na 5,64%. V roku 2018 kurz akcií opäť mierne klesol.

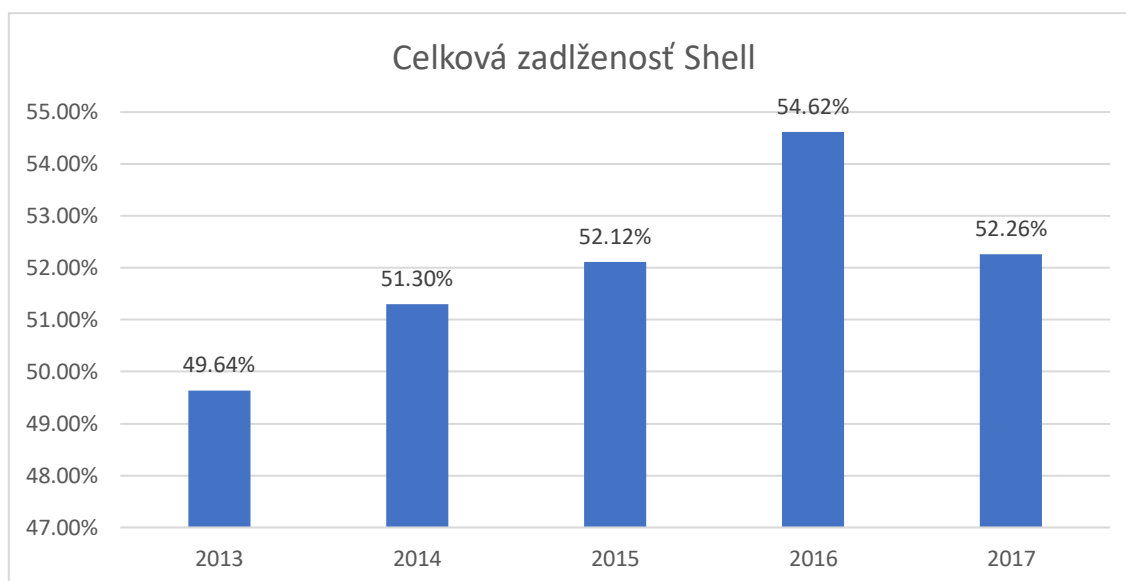
³⁰ Royal Dutch Shell PLC ADR Class A. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=RDS.A>



Graf č. 7 : Výnos z dividendy Royal Dutch Shell³⁰ (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Celková zadlženosť spoločnosti Shell narástla v roku 2016 na 54,62%, teda o necelých 5% oproti roku 2013. Nárast bol zapríčinený zvýšením cudzieho kapitálu v spoločnosti na vyše 224 miliárd USD. V roku 2017 sa cudzí kapitál znížil o približne 12 miliárd a v dôsledku toho klesla aj zadlženosť na hodnotu 52,26%. Bežná aj pohotovú likvidita v priebehu sledovaného obdobia mierne narástla. V roku 2018 dosahoval ukazovateľ bežnej likvidity hodnotu 1,20 (1,11 v roku 2013) a hodnotu 0,82 pre pohotovú likviditu (0,64 v roku 2013).



Graf č. 8 : Celková zadlženosť Royal Dutch Shell³⁰ (vlastné spracovanie)

Ocenenie spoločnosti trhom

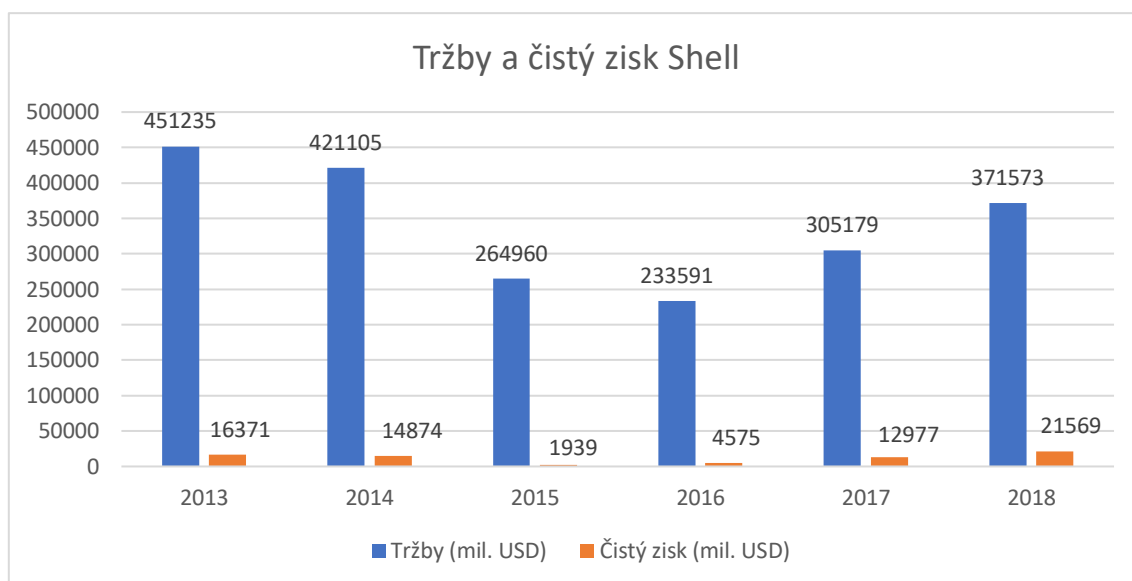
Dôsledkom klesajúcej ceny ropy kurz akcií Shell s výnimkou v rokoch 2016 a 2017 klesal počas celého skúmaného obdobia a v decembri roku 2018 sa akcie predávali za 58,27 USD, čo je oproti roku 2013 o vyše 18% menej. Ukazovateľ P/E v roku 2015 vyskočil až na hodnotu 87,7, čo bolo zapríčinené výrazným poklesom zisku a znížením tržnej hodnoty akcie. Účtovná hodnota akcie sa v sledovanom období výraznejšie nezmenila.

Tabuľka č. 3 : Kurz akcie Shell, ukazovatele P/E a P/B³⁰ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kurz akcie (close dec., USD)	71,27	66,95	45,79	54,38	66,71	58,27
P/E	10,6	13,2	87,7	51,3	25,6	11,3
P/B	1,3	1,2	0,9	1,2	1,4	1,2

Analýza ziskovosti

Tržby a rovnako aj čistý zisk spoločnosti Shell klesal od roku 2013 do 2015, kedy sa zisk zastavil na úrovni 1,939 miliárd USD. Nasledujúce roky sa situácia zlepšila a čistý zisk vzrástol na 4,575 miliárd USD v roku 2016, 12,977 miliárd v roku 2017 a v roku 2018 až na 21,569 miliárd USD, čo je zároveň maximum skúmaného obdobia.



Graf č. 9 : Tržby a čistý zisk Royal Dutch Shell³⁰ (vlastné spracovanie)

Podobný priebeh ako zisky spoločnosti mal aj ukazovateľ hrubej marže. Tá dôsledkom poklesu tržieb postupne klesala z 10,70% v roku 2013 na 5,90% v roku 2015. Následne sa trend obrátil a hrubá marža dosahuje v roku 2018 hodnotu 11,70%. Čistý zisk na akciu klesol na svoje minimum v sledovanom období takisto v roku 2015, kedy padol až na hodnotu 0,6 USD. V roku 2018 opäť vzrástol na 5,14 USD.

Tabuľka č. 4 : Ukazovatele hrubej marže a EPS Royal Shell Dutch³⁰ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	5,2	4,72	0,6	1,16	3,12	5,14
Hrubá marža	10,70%	9,30%	5,90%	7,50%	9,50%	11,70%

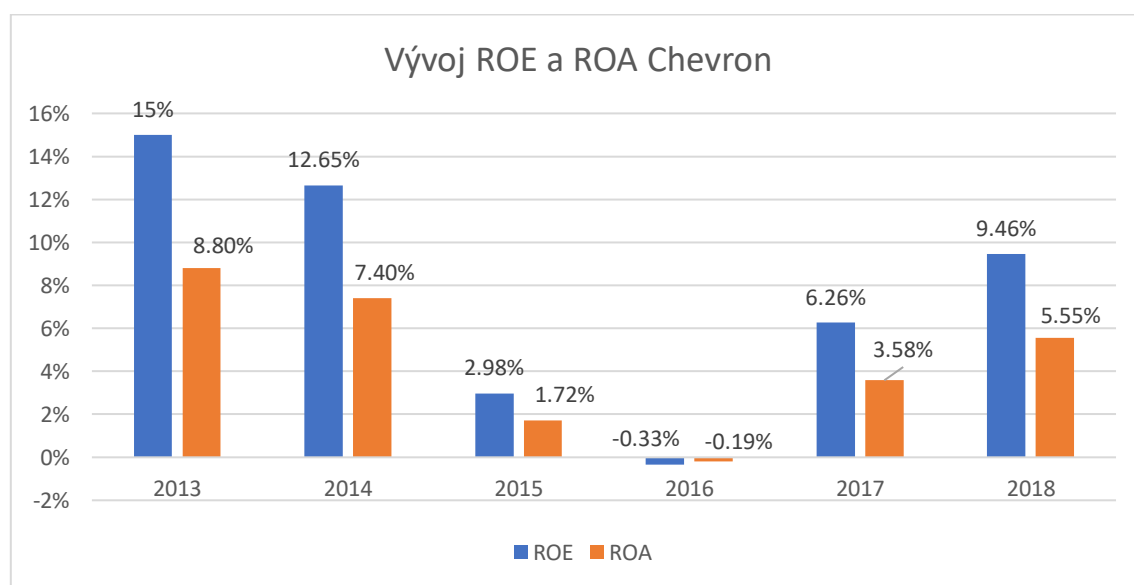
2.3.3 Chevron Corporation

Chevron Corporation je americká ropná spoločnosť so sídlom v Kalifornii. V dnešnej podobe operuje od roku 1911, kedy sa stala jedným zo siedmych potomkov po rozdelení spoločnosti Standard Oil. Je jednou z najväčších ropných spoločností na svete a operuje vo viac ako 180 krajinách³¹.

³¹ History. *Chevron* [online]. San Ramon, ©2019 [cit. 2019-02-21]. Dostupné z: <https://www.chevron.com/about/history>

Analýza rentability

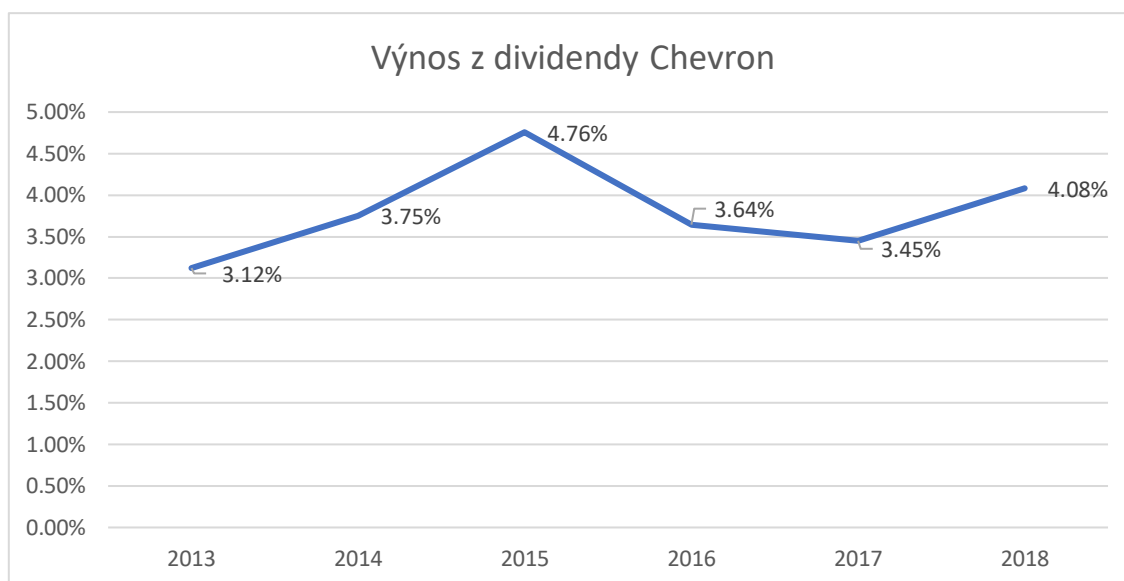
Rentabilita vlastného kapitálu spoločnosti Chevron klesala z 15% v roku 2013 až na hodnotu -0,33% v roku 2016. Spoločnosť v tomto roku vykazovala stratu takmer pol miliardy USD. V roku 2017 ukazovateľ ROE stúpol na 6,26% a v roku 2018 na 9,46%. Rentabilita vložených aktív sledovala rovnaký trend, keď v roku 2016 klesla na -0,19%. V roku 2017 stúpila na 3,58% a v roku 2018 dosahovala hodnotu 5,55%.



Graf č. 10 : Vývoj ukazovateľov ROE a ROA Chevron Corporation³² (vlastné spracovanie)

Dividenda na akciu počas celého skúmaného obdobia rástla, menil sa však kurz akcií. Výnos z dividendy teda kolísal, pričom maximum dosahoval v roku 2015 (4,76%), a minimum v roku 2013 (3,12%). V roku 2018 výnos z dividendy dosahoval úroveň 4,08%.

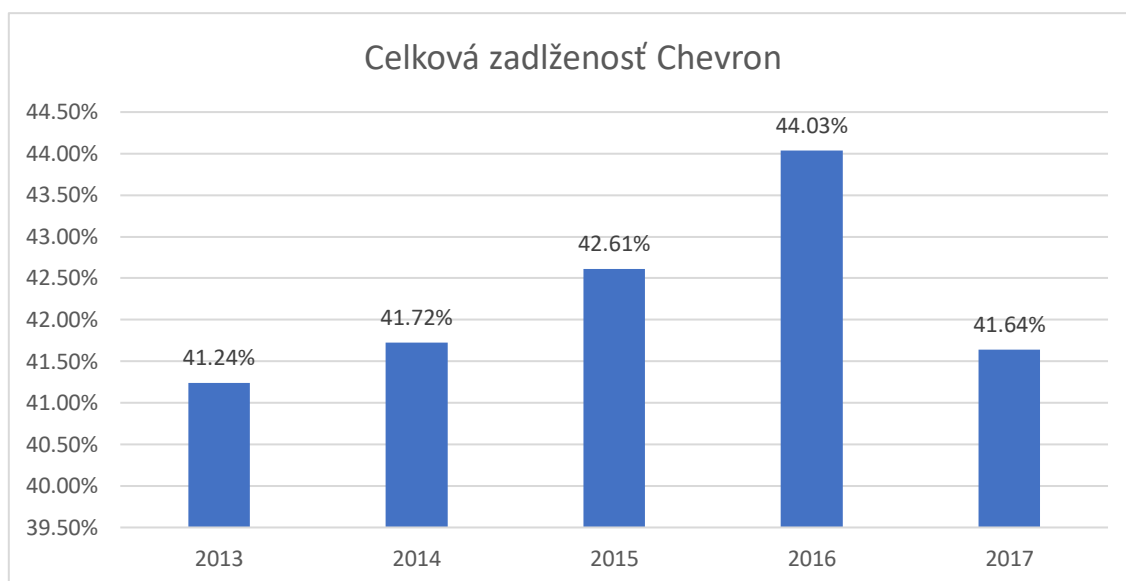
³² Chevron Corp. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=CVX>



Graf č. 11 : Výnos z dividendy Chevron Corporation³² (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Celková zadlženosť spoločnosti Chevron medzi rokmi 2013 až 2016 síce rástla, avšak relatívne pomalým tempom (iba o necelých 2,80% od roku 2013). V roku 2017 však celková zadlženosť spoločnosti klesla o 2,39% na 41,64%, a to dôsledkom poklesu cudzieho kapitálu o takmer 10 miliárd USD (celkové aktíva klesli približne len o 6 miliárd USD). Bežná aj pohotovú likvidita postupne klesali až do roku 2016 (0,93 bežná likvidita, 0,66 pohotovú likvidita). Tento pokles bol výsledkom zníženia hotovosti o vyše 4 miliardy USD a zároveň nárastom krátkodobých záväzkov o vyše 5 miliárd USD. V roku 2017 ich hodnoty začali opäť stúpať a v roku 2018 dosahovala bežná likvidita hodnotu 1,22 a pohotovú likvidita 0,91.



Graf č. 12 : Celková zadlženosť Chevron Corporation³² (vlastné spracovanie)

Ocenenie spoločnosti trhom

Cena akcií Chevron bola na minime sledovaného obdobia v decembri roku 2015, kedy sa predávali za 89,96 USD. Ukazovateľ čistého zisku na akciu však klesol až na hodnotu 2,45 USD, a v dôsledku toho ukazovateľ P/E vzrástol na 19,5. V roku 2016 sa kvôli strate spoločnosti ukazovateľ P/E neuvádzal, v roku 2017 dosahoval hodnotu 36,5 a v roku 2018 14,6. Účtovná hodnota akcie bola na minime takisto v roku 2015 (1,1) a v roku 2018 dosahovala hodnotu 1,4.

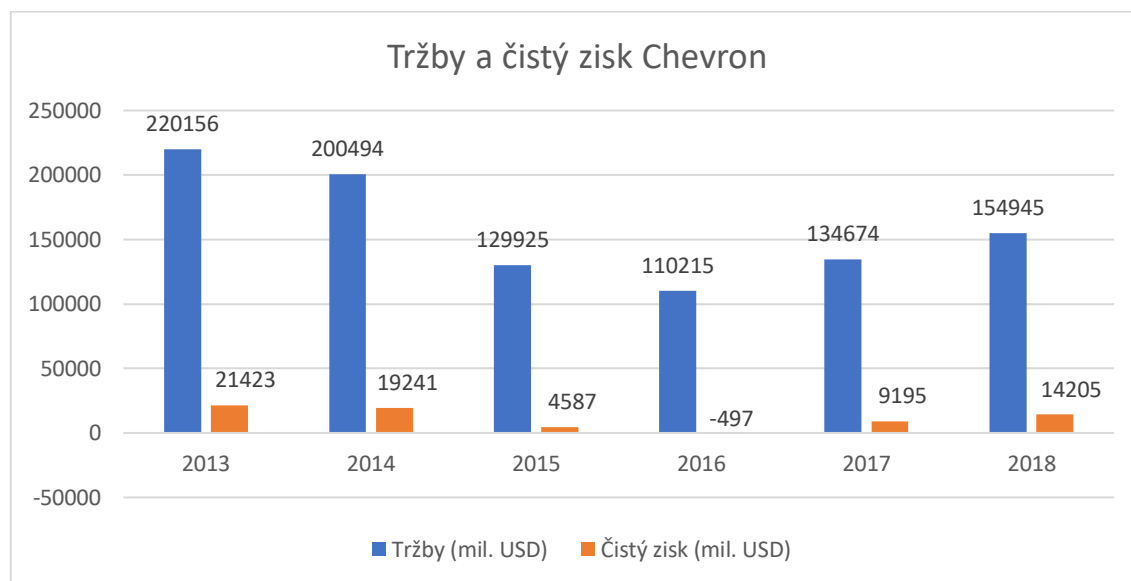
Tabuľka č. 5 : Kurz akcií Chevron, ukazovatele P/E a P/B³² (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	10,2	10,3	19,5	n/a	36,5	14,6
P/B	1,7	1,4	1,1	1,5	1,6	1,4
Kurz akcie (close dec., USD)	124,91	112,18	89,96	117,7	125,19	108,79

Analýza ziskovosti

Tržby spoločnosti Chevron dôsledkom ropného šoku klesli z vyše 220 miliárd USD v roku 2013 na približne 110,215 miliárd USD v roku 2016, teda takmer o polovicu. Tento prepád sa odzrkadlil na výsledku hospodárenia a spoločnosť vykázala stratu 497 miliónov USD. Od tohto roku sa vývoj obrátil a v roku 2017 bola spoločnosť v zisku

9,195 miliardy USD a v roku 2018 až 14,205 miliardy USD. Dá sa teda skonštatovať že spoločnosť Chevron krízové obdobie zvládla.



Graf č. 13 : Tržby a čistý zisk Chevron³² (vlastné spracovanie)

Hrubá marža s výnimkou mierneho nárastu v roku 2017 klesala počas celého sledovaného obdobia z 32,40% v roku 2013 na 28,50% v roku 2018. Dôvodom bol rýchlejší pokles tržieb ako nákladov na predaj. Čistý zisk na akciu v roku 2016 klesol na hodnotu -0,27 USD, v roku 2017 stúpol na 4,85 USD a v roku 2018 dosahoval hodnotu 7,83 USD.

Tabuľka č. 6 : Ukazovatele hrubej marže a EPS Chevron Corporation³² (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	11,09	10,14	2,45	-0,27	4,85	7,43
Hrubá marža	32,40%	31,90%	30,10%	28,50%	29,40%	28,50%

2.3.4 Total S.A.

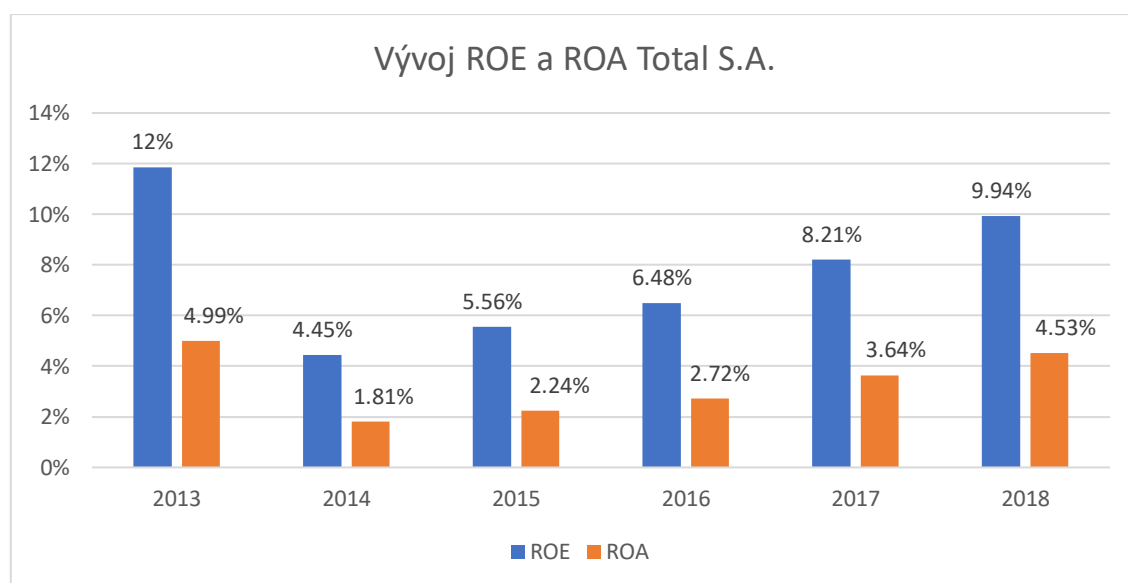
Total S.A. je francúzska ropná spoločnosť so sídlom v Paríži, založená v roku 1924. Okrem toho je takisto vo veľkom objeme aj výrobcom rôznych chemikálií pre priemysel aj domácnosti³³. Spoločnosť je komponentom indexu Euro Stoxx 50. Do roku 2035 sa

³³ Who We Are. Total [online]. Paríž, ©2019 [cit. 2019-02-24]. Dostupné z: <https://www.total.com/en/our-group/total-a-major-energy-operator>

zaviazala znížiť emisie CO₂ o 20% a investuje do viacerých fondov zameraných na obnoviteľné zdroje.

Analýza rentability

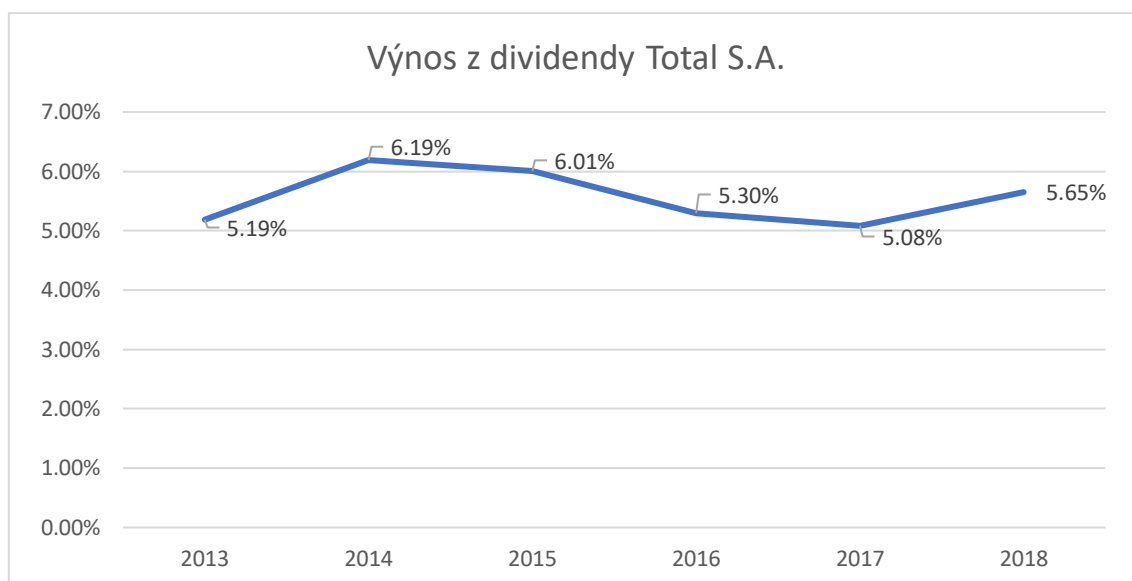
Ukazovatele rentability vlastného kapitálu a rentability celkových aktív mali v sledovanom období oproti predošlým spoločnostiam čiastočne pozmenený priebeh. Spoločnosť Total S.A. zaznamenal najväčší prepád ukazovateľov ROE a ROA v roku 2014 (4,45% ROE a 1,81% ROA), pričom zisk sa prepadol takmer o 75% oproti predošlému roku. Od tohto momentu sa po nasledujúce roky hodnoty ukazovateľov zvyšovali, a v roku 2018 dosahovali 9,94% ROE, respektíve 4,53% ROA.



Graf č. 14 : Vývoj ukazovateľov ROE a ROA Total S.A.³⁴ (vlastné spracovanie)

Výnos z dividendy v roku 2014 poklesom kurzu akcií stúpol o percento na 6,19%. V rokoch 2015 až 2017 klesli dividendy na akciu a trend sa tak obrátil smerom nadol a zastavil sa na úrovni 5,08%. V roku 2018 výnos opäť stúpol na hodnotu 5,65%.

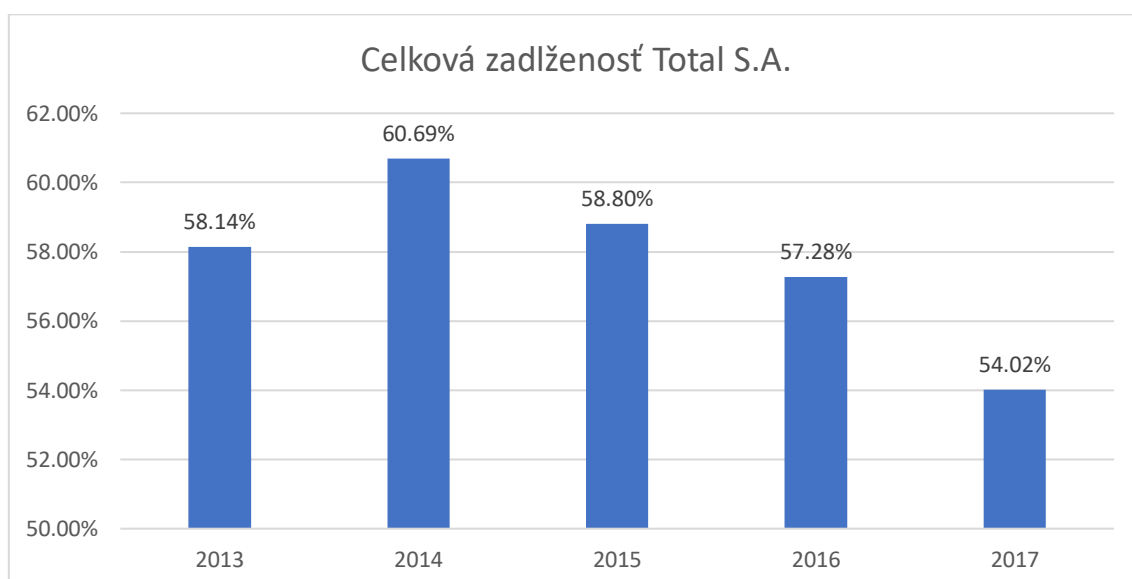
³⁴ Total SA ADR. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=TOT>



Graf č. 15 : Výnos z dividendy Total S.A.³⁴ (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Celková zadlženosť spoločnosti dosahovala v danom období v porovnaní s konkurentmi vyššie hodnoty. V roku 2014 klesli aktíva spoločnosti o približne 10 miliárd USD, čím sa percento zadlženosti dostalo na hodnotu 60,69%. Od tohto roku sa však spoločnosti darí znižovať cudzí kapitál v rozvahe, a spolu s každoročným nárastom aktív sa v roku 2017 podarilo potlačiť výšku zadlženosti o vyše 6% na 54,02%.



Graf č. 16 : Celková zadlženosť Total S.A.³⁴ (vlastné spracovanie)

Ukazovateľ bežnej aj pohotovej likvidity počas sledovaného obdobia obecné narastal, dosahujúc hodnôt 1,5 pre bežnú likviditu a 1,14 pre pohotovú likviditu v roku 2017. Minimum dosiahla bežná likvidita v roku 2016, keď poklesli obežné aktíva v rozvahe o takmer 6 miliárd USD a krátkodobé záväzky naopak narástli o približne 5 miliárd USD. Pohotová likvidita bola s hodnotou 0,93 na minime v roku 2013.

Ocenenie spoločnosti trhom

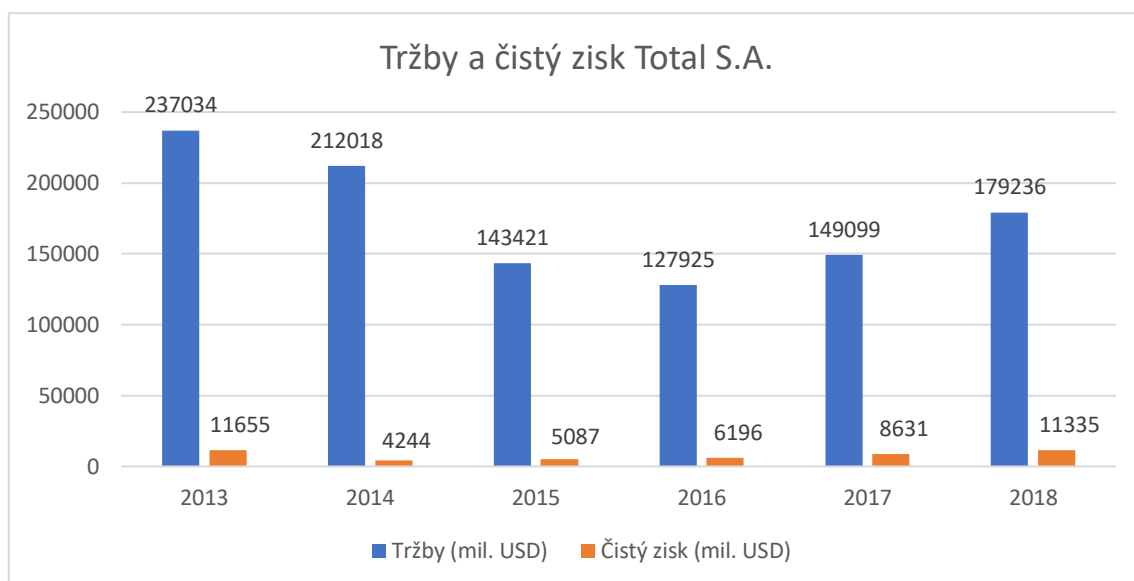
Cena akcií spoločnosti Total S.A. klesla na záver decembra roku 2015 na 44,95 USD za akciu, do decembra roku 2017 sa však dostala na úroveň 55,28 USD za akciu. V roku 2018 decembrový *close* akcií jemne poklesol na 52,18 USD za akciu. Ukazovateľ P/E bol najvyššie v roku 2016, kedy dosahoval hodnotu 32,1. Následne klesal a v roku 2018 bol na hodnote 12,4. Účtovná hodnota akcie sa počas sledovaného obdobia výraznejšie nemenila, s maximom 1,4 v roku 2013 a minimom 1,1 v roku 2015.

Tabuľka č. 7 : Kurz akcií Total S.A., ukazovatele P/E a P/B³⁴ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	10,9	9,3	20,8	32,1	17,5	12,4
P/B	1,4	1,2	1,1	1,3	1,3	1,2
Kurz akcie (close dec., USD)	61,27	51,2	44,95	50,97	55,28	52,18

Analýza ziskovosti

Tržby spoločnosti Total S.A. sa takisto nevyhli významnému prepadu v rokoch 2015 a 2016. Kým ešte v roku 2013 dosiahla spoločnosť tržieb v hodnote 237 miliárd USD so ziskom 11,655 miliárd USD, v roku 2016 boli tržby na úrovni necelých 128 miliárd. Napriek tomu však spoločnosť Total dokázala v tomto období ostať zisková. V súčasnosti tržby opäť stúpajú, pričom v roku 2018 sa tržby pohybujú na úrovni 180 miliárd USD so ziskom vyše 11 miliárd USD.



Graf č. 17 : Tržby a čistý zisk Total S.A.³⁴ (vlastné spracovanie)

Hrubá marža klesla pod hranicu 20% v sledovanom období iba raz, a to v roku 2014, kedy bola na úrovni 18,6%. Môže za to fakt, že v tomto roku klesli tržby viac, ako klesli náklady na predaj. Hrubá marža dosahuje svoje maximum sledovaného obdobia práve v roku 2018 (24,50%). Čistý zisk na akciu klesol v roku 2014 na hodnotu 1,86 USD, a to preto že v tomto roku mala spoločnosť najnižší zisk počas celého sledovaného obdobia. Od tohto momentu však ukazovateľ EPS začal stúpať a v súčasnosti dosahuje hodnotu 4,21 USD.

Tabuľka č. 8 : Ukazovatele hrubej marže a EPS Total S.A.³⁴ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	4,94	1,86	2,16	2,51	3,34	4,21
Hrubá marža	24,20%	18,60%	20,20%	24,30%	22,50%	24,50%

2.3.5 BP

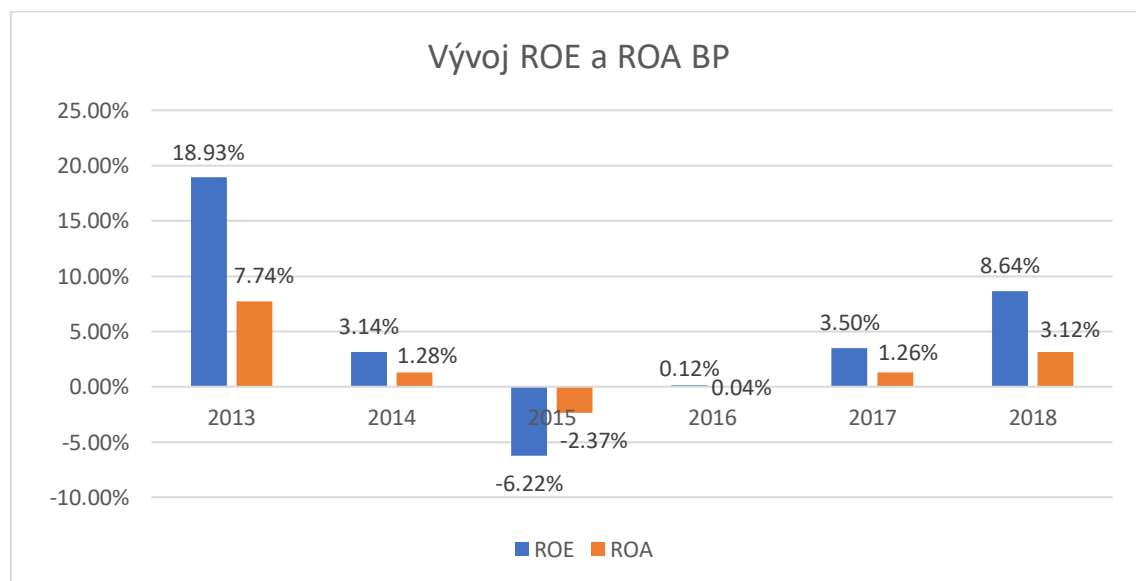
BP je Britská nadnárodná ropná spoločnosť so sídlom v Anglickom Londýne. História sa siahla až do roku 1909, kedy skupina britských geológov našla v Iráne ložiská ropy³⁵.

³⁵ VASSILIOU, M. S. *Historical dictionary of the petroleum industry*. Lanham, Md.: Scarecrow Press, 2009. Historical dictionaries of professions and industries, 3. ISBN 978-0810859937

Operuje v 70 krajinách sveta a je druhou najväčšou britskou spoločnosťou podľa obratu. Má za sebou viaceré projekty v oblasti obnoviteľných zdrojov, vlastní veterné elektrárne a každoročne investuje približne pol miliardy USD do ďalších projektov. Akcie spoločnosti BP sú dlhodobo členom indexu FTSE 100.

Analýza rentability

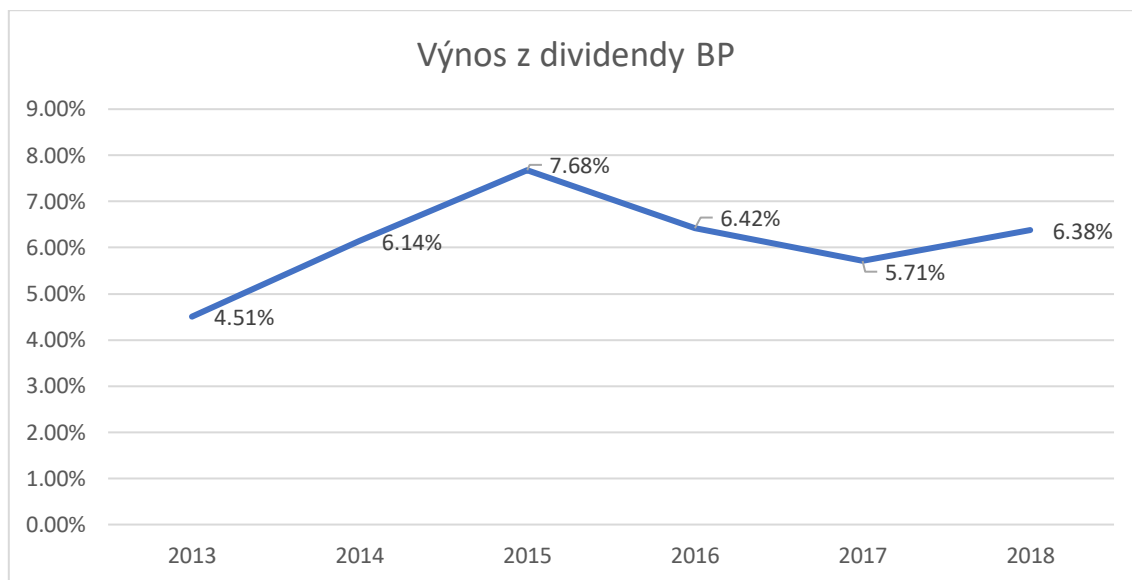
Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu dosahoval v roku 2013 hodnotu 18,93%. V roku 2014 sa zisk zmenšil o takmer 84% a vlastný kapitál o necelých 14%, dôsledkom čoho sa ukazovateľ prepadol na hodnotu 3,14%. V roku 2015 sa situácia spoločnosti ešte zhoršila a za tento rok vykázala stratu takmer 6,5 miliardy USD, pričom vlastný kapitál znova medziročne klesol o približne 12,80%. Ukazovateľ ROE sa tak dostal pod hranicu 0 a dosahoval úroveň -6,22%. V nasledujúcich rokoch začala byť spoločnosť opäť zisková a v súčasnosti je ukazovateľ ROE na úrovni 8,64%. Ukazovateľ rentability celkových aktív mal rovnaký priebeh ako ROE, pričom v roku 2015 klesol až na -2,37% a v súčasnosti dosahuje hodnotu 3,12%.



Graf č. 18 : Vývoj ukazovateľov ROE a ROA BP³⁶ (vlastné spracovanie)

³⁶ BP PLC ADR. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=BP>

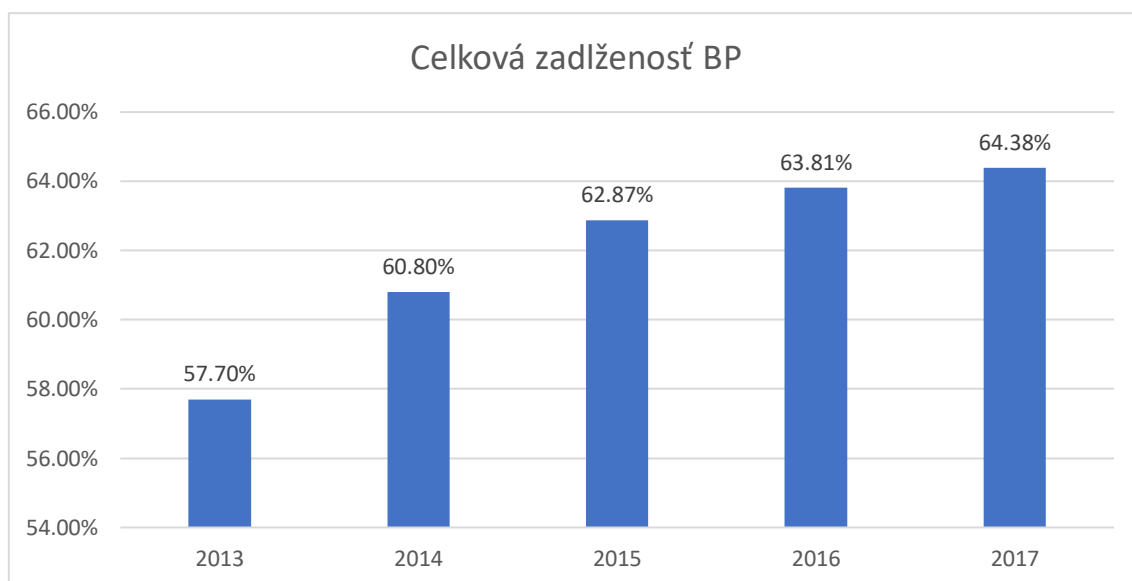
Výnos z dividendy sa v roku 2013 pohyboval na úrovni 4,51% a kurz akcií bol v decembri tohto roku 48,61 USD za akciu. Do roku 2013 však decembrový *close* akcií klesol na 31,26 USD za akciu, v dôsledku čoho ukazovateľ výnosu z dividendy stúpol na 7,68%. V decembri roku 2018 sa akcie predávali s kurzom 37,92 USD za akciu a výnos z dividendy dosahoval hodnotu 6,38%.



Graf č. 19 : Výnos z dividendy BP³⁶ (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Celková zadlženosť spoločnosti BP rástla počas celého sledovaného obdobia. Do roku 2015 klesali aktíva v spoločnosti rýchlejšie ako klesali jej záväzky. Od tohto roku naopak cudzie zdroje rástli rýchlejšie ako rástli jej aktíva, a tak celková zadlženosť narástla medzi rokmi 2013 a 2017 o takmer 6,70% na hodnotu 64,38%.



Graf č. 20 : Celková zadlženosť BP³⁶ (vlastné spracovanie)

Ukazovateľ bežnej likvidity dosiahol svoje maximum v sledovanom období v roku 2014 (1,37). V roku 2016 však krátkodobé záväzky narástli a obežné aktíva naopak klesli, a bežná likvidita klesla na hodnotu 1,16. V súčasnosti sa pohybuje na úrovni 1,18. Pohotovú likviditu dosahovala maximum sledovaného obdobia takisto v roku 2014 (0,93), pričom v súčasnosti sa pohybuje na úrovni 0,78.

Ocenenie spoločnosti trhom

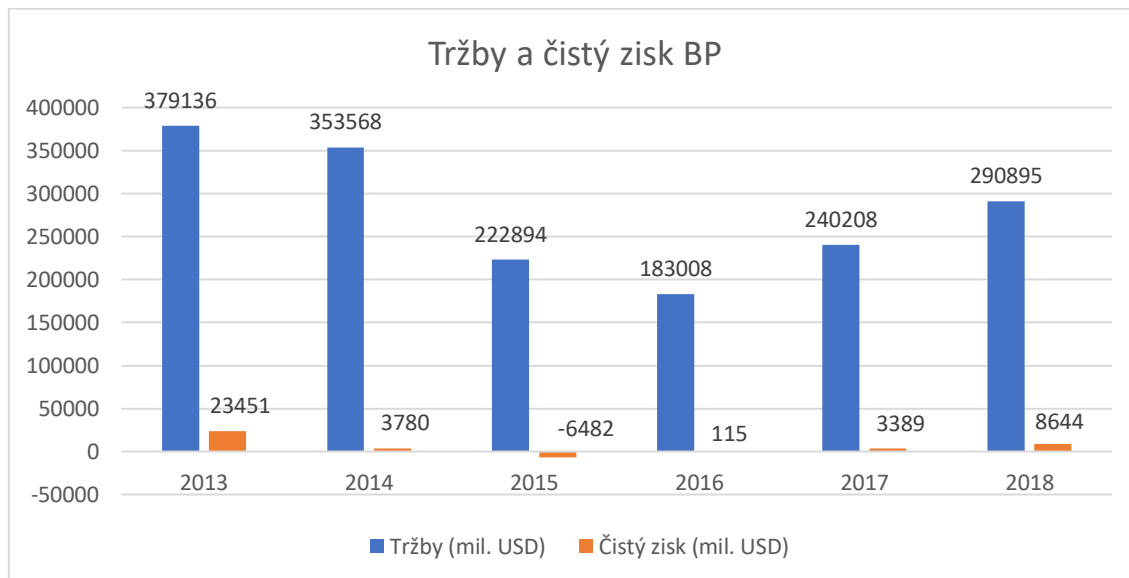
Najlacnejšie sa akcie spoločnosti BP predávali v decembri roku 2015 (31,26 USD za akciu), najdrahšie zasa v decembri roku 2013 (48,61 USD za akciu). Rok 2018 uzavreli akcie spoločnosti na hodnote 37,92 USD za akciu. Ukazovateľ P/E sa kvôli stratovosti spoločnosti v roku 2015 neuvádzal. Najvyššiu hodnotu mal v roku 2017 (35,6), kedy ukazovateľ EPS stúpol na hodnotu 1,03 USD a zároveň stúpol aj kurz akcií. Účtovná hodnota akcie bola na minime v rokoch 2014 a 2015 (0,9), pričom v roku 2018 dosahovala hodnotu 1,3.

Tabuľka č. 9 : Kurz akcií BP, ukazovatele P/E a P/B³⁶ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	6,3	12,7	n/a	1,25	35,6	14,7
P/B	1,2	0,9	0,9	1,3	1,4	1,3
Kurz akcie (close dec., USD)	48,61	38,12	31,26	37,38	42,03	37,92

Analýza ziskovosti

Tržby spoločnosti BP v roku 2015 klesli v porovnaní s rokom 2013 o vyše 41%, čo malo za následok stratu vo výške takmer 6,5 miliardy USD. V roku 2016 tržby klesli o ďalších 40 miliárd USD, no spoločnosť napriek tomu vykázala zisk vo výške 115 miliónov USD. Trend sa obrátil v roku 2017 kedy zisk stúpol na 3389 miliónov USD a v súčasnosti sa pohybuje na úrovni 8644 miliónov USD. Najvyšší zisk sledovaného obdobia však spoločnosť dosiahla v roku 2013, a to takmer 24 miliárd USD.



Graf č. 21 : Tržby a čistý zisk BP³⁶ (vlastné spracovanie)

Hrubá marža klesla na svoje minimum (2,20%) v roku 2015, počas nasledujúcich rokov však stúpala v roku 2018 dosahovala svojho maxima v sledovanom období (9%), za čo môžu relatívne rýchlo rastúce tržby spoločnosti (medziročne o vyše 50 miliárd USD). Čistý zisk na akciu klesol v stratovom roku 2015 na -2,12 USD, maximálnu hodnotu dosahoval v roku 2013 a to 7,39 USD. V roku 2018 sa pohyboval na úrovni 2,59 USD.

Tabuľka č. 10 : Ukazovatele hrubej marže a EPS BP³⁶ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	7,39	1,23	-2,12	0,03	1,03	2,59
Hrubá marža	8,60%	7,40%	2,20%	3,60%	7,90%	9,00%

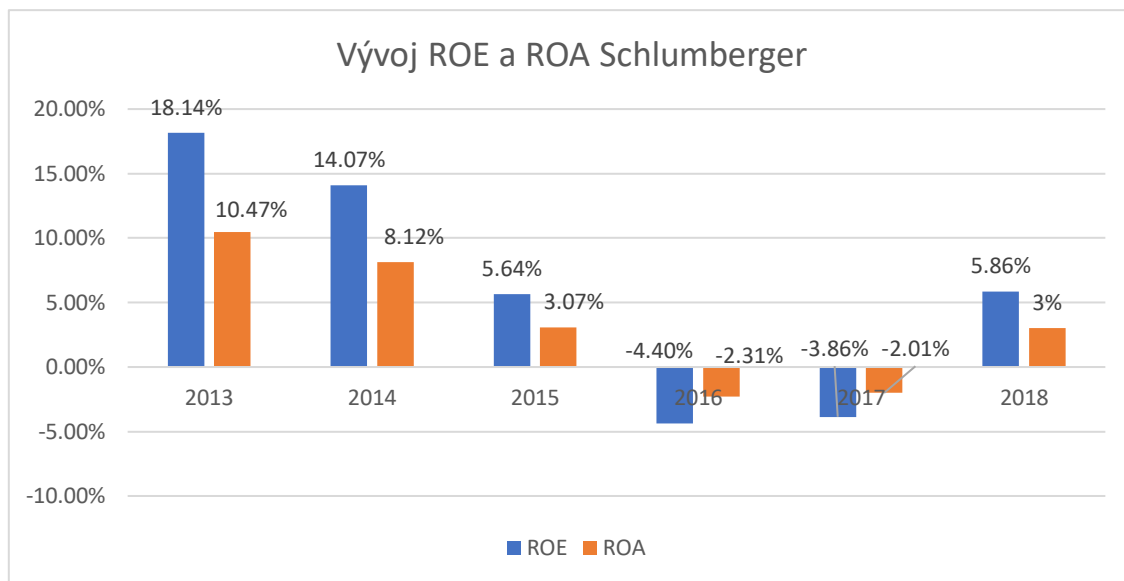
2.3.6 Schlumberger Limited

Schlumberger Limited je pôvodom francúzska spoločnosť s históriou začínajúcou v roku 1926. Je najväčšou spoločnosťou sveta vo svojom obore – poskytuje rôzne technológie a služby týkajúce sa každého aspektu ťažby, prepravy či spracovania ropy. V súčasnosti operuje v 85 krajinách sveta, zamestnáva takmer 100 000 pracovníkov a sídla má v metropolách ako Paríž, Londýn, Hág alebo americký Houston³⁷. Je súčasťou indexov S&P 500, S&P 100 a dlhodobo aj členom rebríčka Forbes 500.

Analýza rentability

Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu začínal v roku 2013 na úrovni 18,14%, do roku 2016 však klesol až na -4,40%, čo bolo zapríčinené klesajúcim ziskom spoločnosti. V roku 2017 sa ukazovateľ jemne navýšil na -3,86%, v roku 2018 to už bolo 5,86%. Rentabilita celkových aktív mala rovnaký priebeh ako ROE. V roku 2016 sa ocitla na minime sledovaného obdobia (-2,31%), následne začala stúpať a v roku 2018 dosahovala hodnotu 3%.

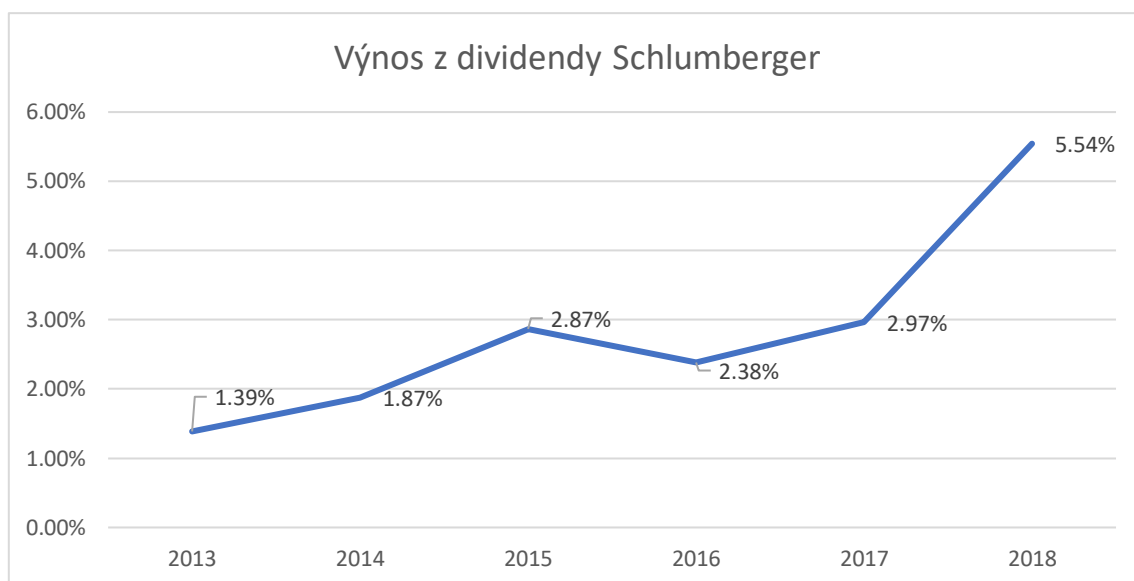
³⁷ About Schlumberger. *Schlumberger* [online]. Paríž, ©2019 [cit. 2019-03-11]. Dostupné z: <https://www.slb.com/about.aspx>



Graf č. 22 : Vývoj ROE a ROA Schlumberger³⁸ (vlastné spracovanie)

Ukazovateľ výnosu z dividendy v dôsledku postupného poklesu kurzu akcií spoločnosti (výnimka v decembri roku 2016, keď kurz narástol na 83,95 USD za akciu) narastal a v roku 2018 bol na úrovni 5,54%. Dividenda na akciu narástla medzi rokmi 2013 a 2015 z 1,25 USD na 2 USD a na tejto hodnote ostala počas všetkých nasledujúcich rokoch až do súčasnosti.

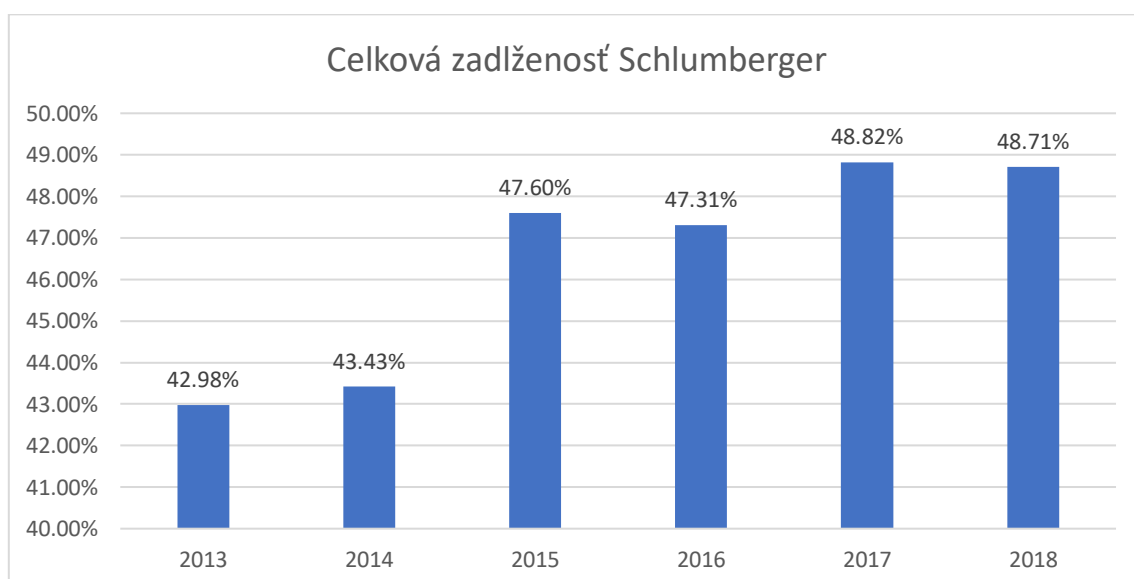
³⁸ Schlumberger Ltd. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=SLB>



Graf č. 23 : Výnos z dividendy Schlumberger³⁸ (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Celková zadlženosť spoločnosti Schlumberger medzi rokmi 2013 (42,98%) a 2018 narástla o 5,73% na hodnotu 48,71%. Do roku 2016 za to mohli oproti aktívam výraznejšie narastajúce záväzky spoločnosti, od roku 2016 naopak záväzky klesali pomalšie ako aktíva. Maximum sledovaného obdobia bolo zaznamenané s hodnotou 48,82% v roku 2017.



Graf č. 24 : Celková zadlženosť Schlumberger³⁸ (vlastné spracovanie)

Bežná likvidita kolísala počas celého obdobia. Maximum mala na začiatku v roku 2013 (1,94). v roku 2017 klesla na hodnotu 1,21 a v roku 2018 až na 1,17, za čo mohla klesajúca hodnota obežných aktív v rozvahe. Ukazovateľ pohotovej likvidity mal s hodnotou 1,54 maximum v roku 2015. do roku 2018 však klesol na 0,79.

Ocenenie spoločnosti trhom

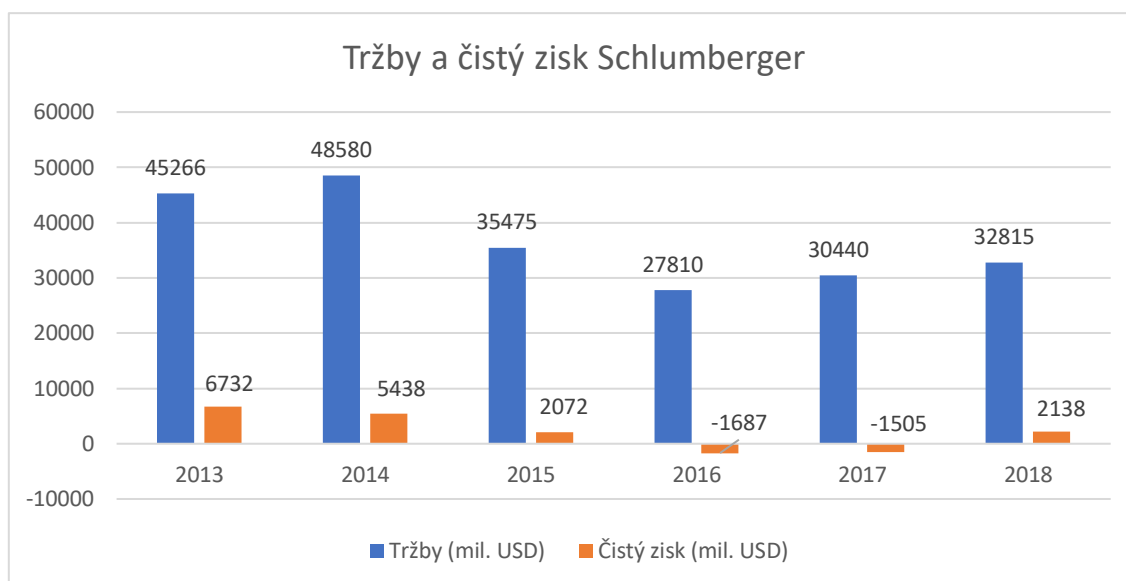
Decembrový close s výnimkou v roku 2016 klesal počas celého sledovaného obdobia. V roku 2018 bol tento kurz najnižší s hodnotou 36,08 USD za akciu. Ukazovateľ P/E sa dôsledkom vykázanej straty spoločnosti v rokoch 2016 a 2017 neuvádzal, v roku 2018 však s hodnotou 28 dosiahol maximum sledovaného obdobia. Účtovná hodnota akcie bola v roku 2013 na hodnote 3,1 a s výnimkou v roku 2016 postupne klesala. V roku 2018 bola jej hodnota 1,4.

Tabuľka č. 11 : Kurz akcií Schlumberger, ukazovatele P/E a P/B³⁸ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	18,1	16	26,2	n/a	n/a	28
P/B	3,1	2,7	2,3	2,8	2,4	1,4
Kurz akcie (close dec., USD)	90,11	85,41	69,75	83,95	67,39	36,08

Analýza ziskovosti

Tržby spoločnosti Schlumberger z roka 2013 na rok 2014 narástli o 3,314 miliardy USD, zisk však v tom istom období klesol o takmer 1,3 miliardy USD. Tržby znova klesli v rokoch 2015 a 2016 a spoločnosť sa ocitla v strate takmer 1,7 miliardy USD. V nasledujúcom roku tržby mierne narástli a stratu sa podarilo okresať o 182 miliónov USD. V roku 2018 už bola spoločnosť zisková so ziskom 2,138 miliardy USD.



Graf č. 25 : Tržby a čistý zisk Schlumberger³⁸ (vlastné spracovanie)

Hrubá marža bola na maxime v roku 2014, kedy dosahovala hodnotu 23%. Následne klesala až do roku 2017, čo bolo zároveň minimum sledovaného obdobia (12,80%). V roku 2018 marža jemne stúpila na hodnotu 13,20%. Za prudký prepád medzi rokmi 2015 a 2016 mohlo zníženie tržieb o 21,60% pričom náklady na predaj klesli o menej ako 15%. Čistý zisk na akciu bol s hodnotou 5,05 USD na maxime v roku 2013, do roku 2016 sa však prepadol na -1,24 USD. V roku 2017 bol s hodnotou -1,08 USD stále záporný, v roku 2018 opäť stúpol na 1,53 USD.

Tabuľka č. 12 : Ukazovatele hrubej marže a EPS Schlumberger³⁸ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	5,05	4,16	1,63	-1,24	-1,08	1,53
Hrubá marža	21,90%	23,00%	20,20%	13,30%	12,80%	13,20%

2.3.7 Enterprise Products Partners L.P.

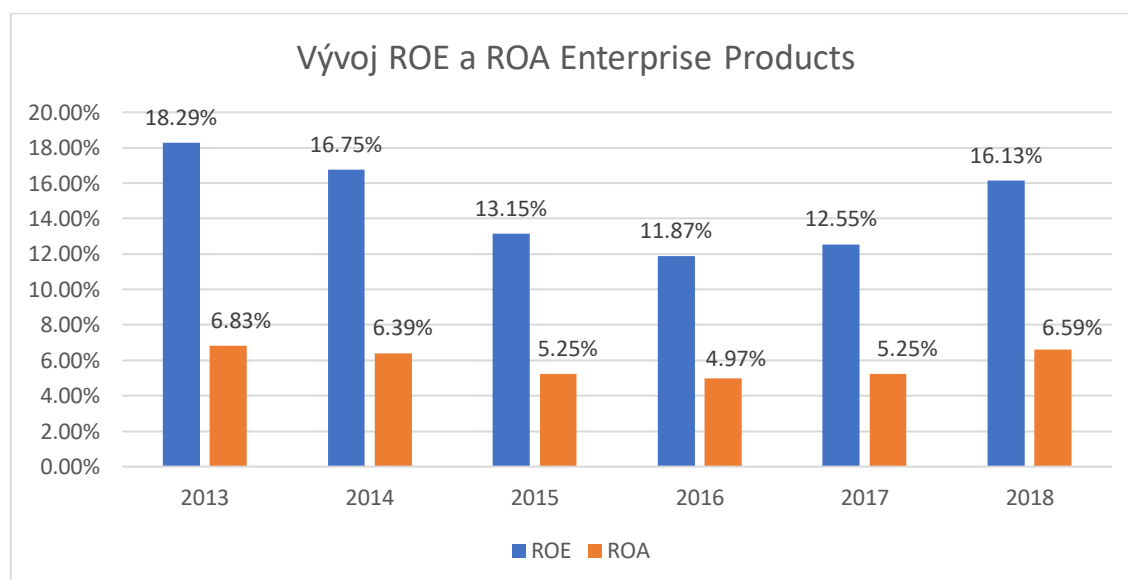
Enterprise Products je americká spoločnosť zaoberajúca sa takzvaným *midstream* sektorom, čo znamená že ropu a zemný plyn neťaží, ale prepravuje pomocou ropovodov a plynovodov. Založená bola v roku 1968 a sídlo má v americkom Texase³⁹. V roku 2018

³⁹ About us - History. *Enterprise Products Partners L.P.* [online]. Texas, ©2015-2019 [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <https://www.enterpriseproducts.com/about-us/history>

sa spoločnosť umiestnila na 105. mieste v rebríčku najväčších amerických spoločností podľa obratu Forbes 500²⁷.

Analýza rentability

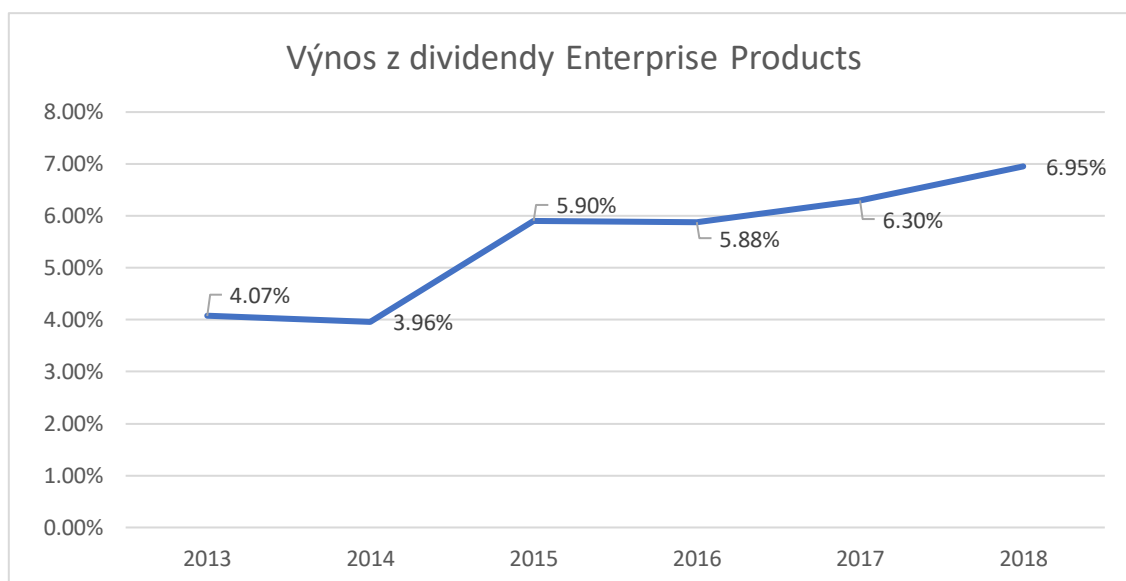
Vývoj ukazovateľov rentability vlastného kapitálu a rentability celkových aktív mal podobný priebeh ako ostatné spoločnosti, no omnoho menej dramatický. V roku 2013 bol ROE na úrovni 18,29% a klesal až do roku 2016, kedy dosahoval úroveň 11,87%. ROA bola v roku 2013 na úrovni 6,83% a takisto klesala až do roku 2016 na hodnotu 4,97%. V roku 2017 hodnoty oboch ukazovateľov začali stúpať a v roku 2018 sa pohybovali na úrovni 16,13% ROE a 6,59% ROA.



Graf č. 26 : Vývoj ROE a ROA Enterprise Products⁴⁰ (vlastné spracovanie)

Výnos z dividendy s malými výnimkami v rokoch 2014 a 2016 stabilne stúpал počas celého sledovaného obdobia, pričom dividend na akciu rástla v každom roku a decembrový *close* akcií klesal s výnimkou v rokoch 2014 a 2016.

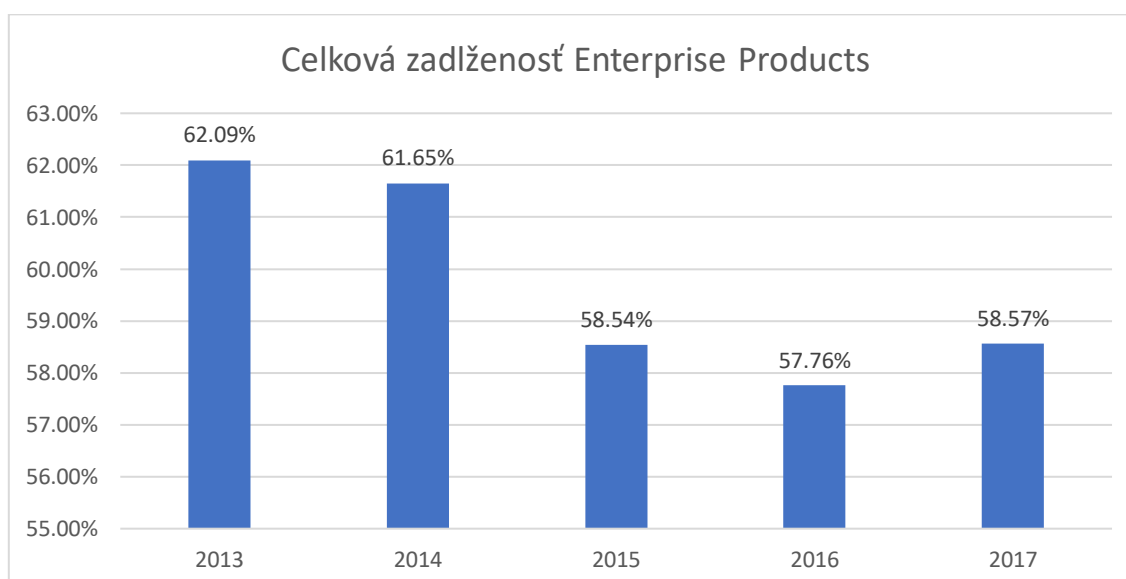
⁴⁰ Enterprise Products Partners LP. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=EPD>



Graf č. 27 : Výnos z dividendy Enterprise Products⁴⁰ (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Celková zadlženosť spoločnosti Enterprise Products bola na začiatku sledovaného obdobia v roku 2013 na úrovni 62,09% a postupne klesala až do roku 2016, kedy sa zastavila na úrovni necelých 58%. Dôvodom bola postupne zvyšujúca sa hodnota aktív v rozvahe spoločnosti, pričom cudzie zdroje rástli len minimálne (v roku 2015 dokonca klesli o 381 miliónov USD). V roku 2017 sa celková zadlženosť zvýšila o 0,81%.



Graf č. 28 : Celková zadlženosť Enterprise Products⁴⁰ (vlastné spracovanie)

V roku 2015 klesol ukazovateľ bežnej likvidity dôsledkom zníženia obežných aktív v rozvahe spoločnosti z hodnoty 0,85 v roku 2013 na hodnotu 0,6. V roku 2016 a 2017 obežné aktíva narástli na hodnotu približne 6,5 miliardy USD, krátkodobé záväzky však v oboch rokoch narastali tiež a bežná likvidita v roku 2018 dosahovala hodnotu 0,7. Pohotovú likviditu bola na maxime v roku 2013 (0,67), v roku 2015 klesla na hodnotu 0,36 a v poslednom kvartáli 2018 bola na úrovni 0,39.

Ocenenie spoločnosti trhom

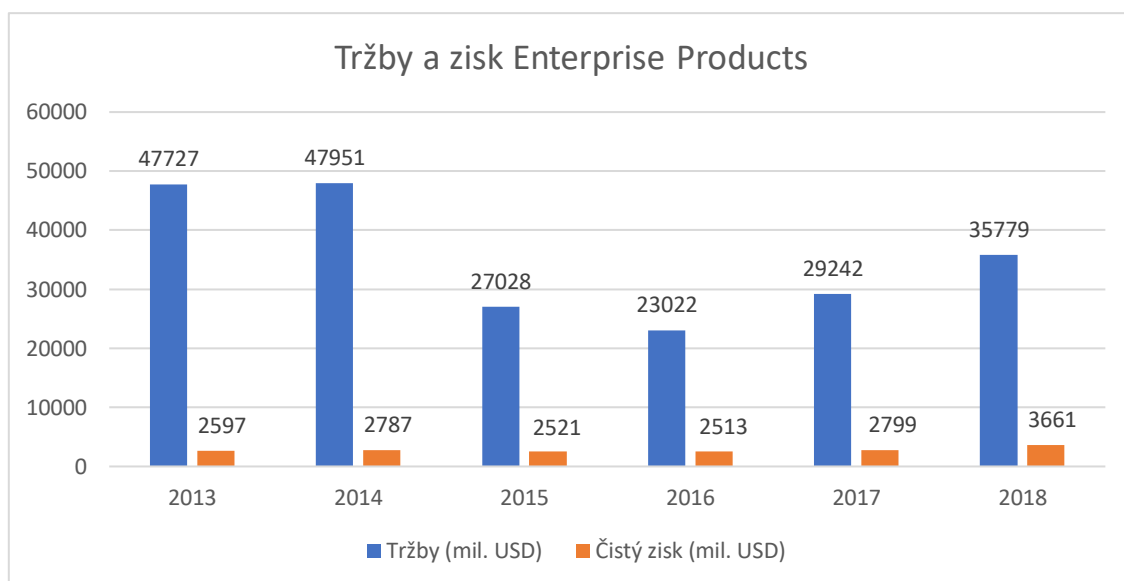
Decembrový *close* akcií spoločnosti Enterprise Products bol najvyšší v roku 2014 (36,12 USD za akciu), v nasledujúcich rokoch sa pohyboval okolo 25 USD za akciu, pričom v roku 2018 bol na minime sledovaného obdobia (24,59 USD za akciu). Ukazovateľ P/E sa držal od roku 2013 až do roku 2017 nad úrovňou 20, v roku 2018 však dôsledkom nárastu EPS poklesol na 14,6. Účtovná hodnota akcie dosahovala svoje maximum sledovaného obdobia v roku 2014 (4,4), odvtedy však klesala a v roku 2018 bola na hodnote 2,3.

Tabuľka č. 13 : Kurz akcií Enterprise Products, ukazovatele P/E a P/B⁴⁰ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	24,1	23,9	20,3	22	21,2	14,6
P/B	4,3	4,4	2,6	2,6	2,6	2,3
Kurz akcie (close dec., USD)	33,15	36,12	25,58	27,04	26,51	24,59

Analýza ziskovosti

Tržby spoločnosti Enterprise Products medzi rokmi 2013 a 2014 narástli o 224 miliónov USD, no v roku 2015 nasledoval prepád o takmer 44%, a o ďalších vyše 8% v roku 2016 na hodnotu 23,022 miliárd USD. V roku 2017 tržby stúpili na 29,242 miliárd USD a v roku 2018 sa pohybovali na úrovni 36 miliárd USD. Spoločnosť napriek prepádu tržieb ostala zisková počas celého sledovaného obdobia, navyše prepád ziskov bol v porovnaní s tržbami len minimálny (pokles o približne 9,5% medzi rokmi 2014 a 2015). Môže za to fakt, že s tržbami takmer priamoúmerne klesali aj náklady na predaj. Zisk bol teda na minime v roku 2016 (2,513 miliárd USD) a v roku 2018 bol na úrovni 3,661 miliárd USD.



Graf č. 29 : Tržby a zisk Enterprise Products⁴⁰ (vlastné spracovanie)

Keďže v rokoch 2015 a 2016 klesli náklady na predaj o niekoľko percent viac ako klesli tržby, hrubá marža v roku 2015 narástla na 12,40%, respektíve 14,70% v roku 2016. V nasledujúcich rokoch narastali ako tržby, tak aj náklady na predaj a hrubá marža v roku 2018 dosiahli hodnotu 12,80%. Čistý zisk na akciu dosahoval minimum 1,2 USD v roku 2016 a s maximum 1,68 USD v roku 2018.

Tabuľka č. 14 : Ukazovatele hrubej marže a EPS Enterprise Products⁴⁰ (vlastné spracovanie)

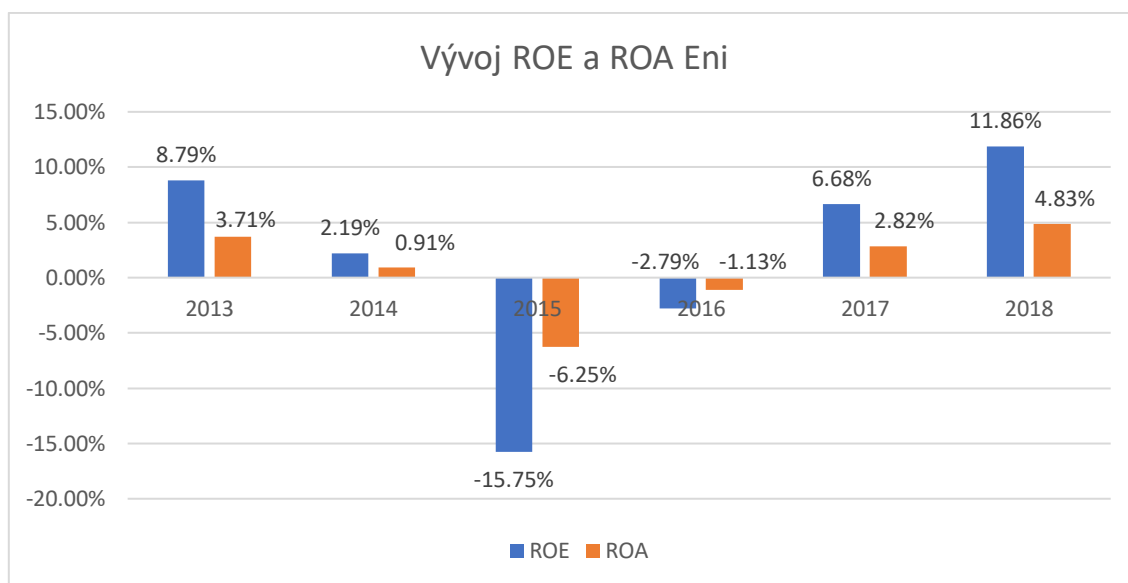
Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	1,41	1,47	1,26	1,2	1,3	1,68
Hrubá marža	7,30%	7,80%	12,40%	14,70%	12,60%	12,80%

2.3.8 Eni

Eni (*Ente Nazionale Idrocarburi*) je talianska ropná spoločnosť so sídlom v Ríme, založená v roku 1953. Operuje v 71 krajinách sveta a jej akcie sú komponentom indexu Euro Stoxx 50. Spoločnosť sa dlhodobo zaradzuje do prvej stovky rebríčka Forbes 500 najväčších svetových spoločností podľa obratu.

Analýza rentability

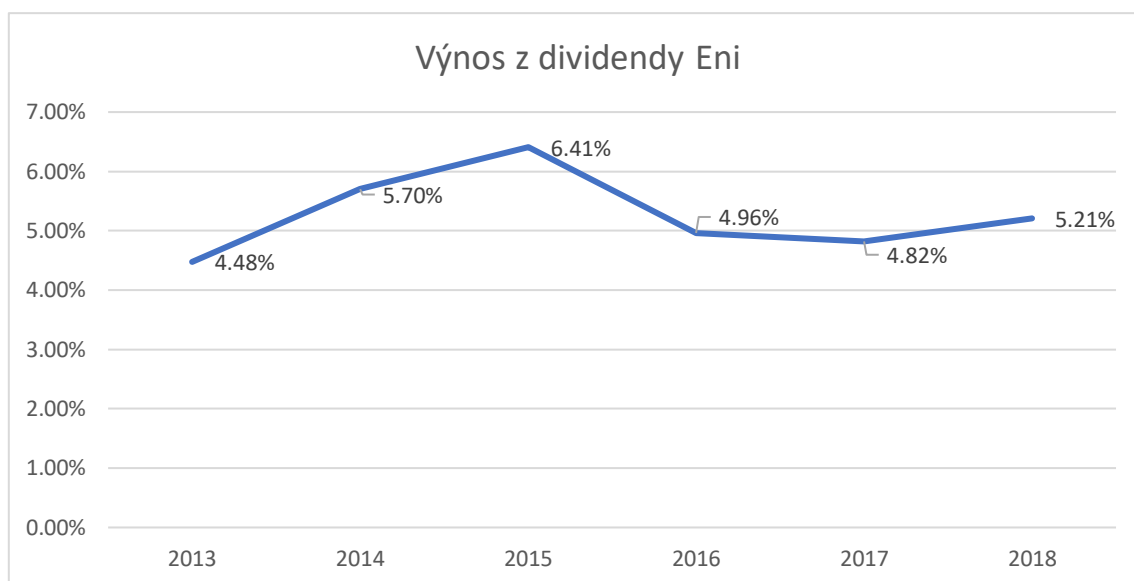
Rentabilita vlastného kapitálu spoločnosti Eni dosahovala v roku 2013 hodnotu 8,79%, no rok na to už len 2,19%, čo bolo zapríčinené prepadosť zisku v dôsledku nárastu nákladov. V rokoch 2015 a 2016 vykázala spoločnosť stratu, a ukazovateľ ROE sa v roku 2015 prepadol na svoje minimum sledovaného obdobia -15,75%. V nasledujúcich rokoch sa situácia začala zlepšovať a v roku 2018 bola hodnota ROE spoločnosti Eni 11,86%. Čo sa týka rentability celkových aktív, tá bola na svojom minime -6,25% takisto v roku 2015 po prudkom prepade ziskov a v roku 2018 bola na hodnote 4,83%.



Graf č. 30 : Vývoj ROE a ROA Eni⁴¹ (vlastné spracovanie)

Výnos z dividendy mal najväčšiu hodnotu v roku 2015 (6,41%). V tomto roku bol decembrový *close* najnižší v sledovanom období (29,8 USD za akciu) a dividend na akciu bola na úrovni 1,91 USD. Dividenda na akciu klesala počas celého obdobia a v roku 2018 bola na úrovni 1,6 USD. Kurz akcií z decembrov jednotlivých rokov bol s hodnotou 48,49 USD za akciu najvyššie v roku 2013, následne klesal a v roku 2018 dosahoval úroveň 31,50 USD za akciu.

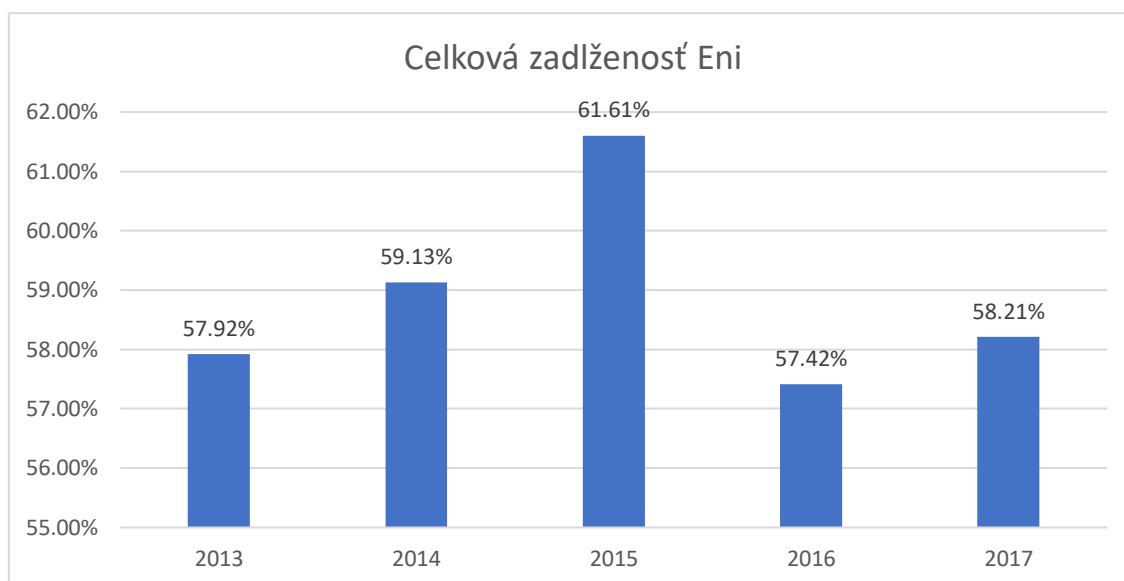
⁴¹ Eni SpA. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=XETR:ENI@ion=DEU>



Graf č. 31 : Vývoj z dividendy Eni⁴¹ (vlastné spracovanie)

Analýza likvidity a finančného zdravia

Ukazovateľ celkovej zadlženosti bol najvyšší v roku 2015 (61,61%). Tento nárast bol zapríčinený poklesom aktív o takmer 8% oproti predošlému roku, pričom záväzky spoločnosti klesli len približne o polovicu (3,95%). V roku 2016 celková zadlženosť klesla na hodnotu 57,42%, čo bolo výsledkom medziročného zníženia záväzkov spoločnosti o 13,9% (aktíva v rovnakom období klesli o 7,6%). V roku 2017 celková zadlženosť jemne narástla na hodnotu 58,21%.



Graf č. 32 : Celková zadlženosť Eni⁴¹ (vlastné spracovanie)

Ukazovateľ bežnej likvidity narastal až do roku 2015, kedy dosahoval hodnotu 1,94, čo je zároveň maximum sledovaného obdobia. Následne v roku 2016 klesol na hodnotu 1,37, čo bolo výsledkom takmer 34% prepadu v položke obežných aktív. V nasledujúcich rokoch sa však obežné aktíva ďalej neznižovali, a naopak klesali krátkodobé záväzky. Ukazovateľ bežnej likvidity preto začal stúpať a v roku 2018 bol na hodnote 1,57. Pohotová likvidita sa výraznejšie nemenila. Na začiatku sledovaného obdobia bola na hodnote 1,25 a v roku 2018 na hodnote 1,09.

Ocenenie spoločnosti trhom

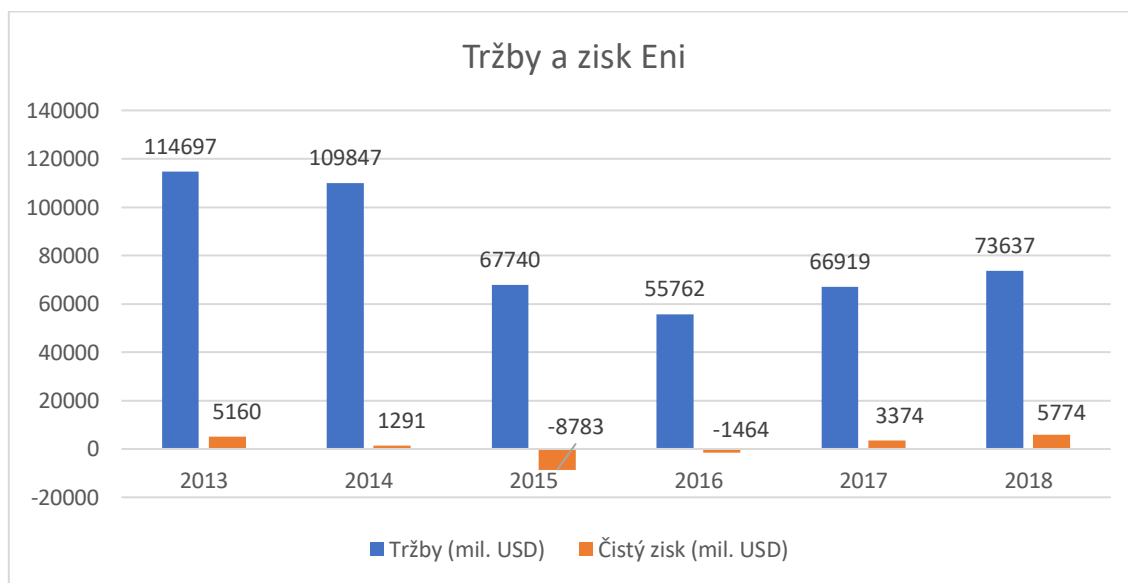
Decembrový close akcií spoločnosti Eni bol najvyšší v roku 2013, s hodnotou 48,49 USD za akciu. V roku 2015 po negatívnych výsledkoch spoločnosti klesol na 29,8 USD za akciu. Rok 2018 uzavreli akcie tejto spoločnosti na úrovni 31,5 USD za akciu a okolo tejto hodnoty sa pohybujú aj v prvom kvartáli roku 2019. Ukazovateľ P/E bol v roku 2014 na hodnote 17,1. V nasledujúcich dvoch rokoch sa kvôli strate neuvádza a v roku 2017 dosiahol hodnotu 29,6, čo bolo zapríčinené nárastom ukazovateľa EPS z hodnoty -0,82 na hodnotu 1,88. Účtovná hodnota akcie sa počas celého sledovaného obdobia pohybovala okolo hodnoty 1.

Tabuľka č. 15 : Kurz akcií Eni, ukazovatele P/E a P/B⁴¹ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E	16,6	17,1	n/a	n/a	29,6	8,6
P/B	1,1	0,9	0,8	1,1	1,1	1
Kurz akcie (close dec., USD)	48,49	34,91	29,8	32,24	33,19	31,5

Analýza ziskovosti

V roku 2013 mala spoločnosť Eni tržby v sume 114,7 miliárd USD so ziskom 5,16 miliárd USD. V roku 2014 klesli tržby o 4,22%, no v dôsledku nárastu nákladov zisk klesol až o 75%. Rok 2015 bol pre spoločnosť najhorší, kedy tržby medziročne klesli o vyše 38% a spoločnosť sa ocitla v takmer 8,8 miliardovej strate. Tržby klesli o ďalších 17,6% v roku 2016, no stratu sa podarilo okresať na 1,464 miliardy USD. V roku 2017 sa situácia zlepšila a spoločnosť vykázala zisk 3,374 miliardy USD. Zisk narastal aj v roku 2018 a dosiahol úrovne 5,77 miliardy USD.



Graf č. 33 : Tržby a zisk Eni⁴¹ (vlastné spracovanie)

Hrubá marža sa pred prepadom na hodnotu -1,10% v roku 2015 pohybovala na úrovni 11%. Najvyšších hodnôt však dosahuje práve v roku 2018 (15,80%), čo je zapríčinené hlavne rýchle rastúcimi tržbami. Čistý zisk na akciu dosahuje maximum rovnako v roku 2018 (3,2 USD). Najnižší bol v roku 2015 s hodnotou -4,88 USD.

Tabuľka č. 16 : Ukazovatele hrubej marže a EPS Eni⁴¹ (vlastné spracovanie)

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	2,84	0,72	-4,88	-0,82	1,88	3,2
Hrubá marža	11,20%	10,90%	-1,10%	7,30%	10,40%	15,80%

2.4 Vzájomná komparácia spoločností

Na základe výsledkov z predchádzajúcej kapitoly ešte nie je možné jednoznačne určiť, ktoré zo skúmaných spoločností vyhovujú našej investícii najviac.

V tejto kapitole budú jednotlivé spoločnosti porovnané medzi sebou práve na základe dosiahnutých výsledkov jednotlivých ukazovateľov. Na to bude vytvorená matica obsahujúca ukazovatele celkovej zadlženosti, bežnej likvidity, rentability celkových aktív a vlastného kapitálu, ukazovateľ P/E a na záver ukazovateľ výnosu z dividendy. Jednotlivým ukazovateľom bude pridelený buď pozitívny alebo negatívny charakter, v závislosti od požadovanej veľkosti hodnôt. Zároveň budú ukazovateľom pridelené číselne vyjadrené váhy, hovoriace o ich dôležitosti v rozhodovacom procese danej investície.

Spoločnosti usilujú o čo najnižšiu zadlženosť, preto bude ukazovateľu celkovej zadlženosti pridelený negatívny charakter, s váhou 2. Pre ukazovateľ bežnej likvidity sú priaznivé vyššie hodnoty, preto mu bude pridelený pozitívny charakter s váhou 1. Pre oba druhy ukazovateľov rentability platí, že vyhovujúce sú čo najvyššie hodnoty, tým pádom majú oba pozitívny charakter. Rentabilita vlastného kapitálu bude mať váhu 2 a rentabilita celkových aktív váhu 3. Ukazovateľ P/E má negatívny charakter s váhou 2, a posledný ukazovateľ – výnos z dividendy, má pozitívny charakter s pridelenou váhou 1.

Jednotlivé hodnoty ukazovateľov vstupujúce do matice budú predstavovať ich priemer za jednotlivé roky, teda od roku 2013 do roku 2018.

Tabuľka č. 17 : Matica ukazovateľov jednotlivých spoločností

Spoločnosť / ukazovateľ	Celková zadlženosť	Bežná likvidita	ROE	ROA	P/E	Výnos z dividendy
Exxon	48,94%	0,83	12,48%	6,40%	20,50	3,44%
Shell	52%	1,19	7,95%	3,88%	33,28	6,29%
Chevron	42,50%	1,23	7,67%	4,47%	18,22	3,80%
Total	57,78%	1,38	7,77%	3,32%	17,17	5,57%
BP	61,91%	1,25	4,68%	1,84%	17,32	6,14%
EPD	59,72%	0,72	14,79%	5,88%	21,01	5,51%
Schlumberger	46,48%	1,59	5,90%	3,39%	22,07	2,84%
Eni	58,85%	1,57	1,83%	0,81%	17,97	5,26%
Charakter	[-1]	[+1]	[+1]	[+1]	[-1]	[+1]
Váha	3	1	2	3	2	1

Následne maticu upravíme tak, že spriemerované hodnoty ukazovateľov jednotlivých spoločností nahradíme podielom danej hodnoty a priemernou hodnotou daného ukazovateľa, vynásobeným váhou ukazovateľa. Takýto postup zvolíme v prípade, že ukazovateľ má pozitívny charakter. V prípade že má ukazovateľ negatívny charakter, prevrátíme čitateľa a menovateľa zlomku.

Tabuľka č. 18 : Matica ukazovateľov jednotlivých spoločností prepočítaná metódou váženého podielu

Spoločnosť / ukazovateľ	Celková zadlženosť	Bežná likvidita	ROE	ROA	P/E	Výnos z dividendy	Súčet	Priemer
(1) Exxon	3,28	0,68	3,17	5,12	2,04	0,71	15,00	1,25
(5) Shell	3,09	0,98	2,02	3,11	1,26	1,30	11,74	0,98
(3) Chevron	3,78	1,01	1,95	3,58	2,30	0,78	13,39	1,12
(4) Total	2,78	1,13	1,97	2,66	2,44	1,15	12,12	1,01
(7) BP	2,59	1,02	1,19	1,47	2,42	1,26	9,96	0,83
(2) EPD	2,69	0,59	3,75	4,71	1,99	1,13	14,86	1,24
(6) Schlum.	3,45	1,30	1,50	2,71	1,90	0,58	11,45	0,95
(8) Eni	2,73	1,29	0,46	0,65	2,33	1,08	8,54	0,71
Charakter	[-1]	[+1]	[+1]	[+1]	[-1]	[+1]	12	
Váha	3	1	2	3	2	1		

Na základe výsledkov matice vieme skonštatovať, že z pomedzi vybraných spoločností sa najlepšie umiestnila americká spoločnosť Exxon Mobil. Dosiahla najvyššie skóre

v ukazovateli rentability celkových aktív, a druhé najvyššie v ukazovateli rentability vlastného kapitálu. Keďže zadlženosť spoločnosti je pod úrovňou 50%, vysoká rentabilita ňou nie je spochybnená. Tesné druhé miesto obsadila spoločnosť Enterprise Products, takisto vďaka vysokej rentabilite, zároveň je však druhou najzadlženejšou spoločnosťou v matici. Tretie miesto patrí spoločnosti Chevron. Je to najmenej zadlžená spoločnosť v matici a zároveň sa jej akcie obchodujú za nižšie násobky zisku než pri väčšine jej konkurentov. Poradie ostatných spoločností je nasledovné: Total, Shell, Schlumberger, BP a posledná sa umiestnila talianska spoločnosť Eni.

Spoločnosti BP, Schlumberger a Eni dosiahli najhoršie výsledky v skupine, navyše ich iniciatíva v oblasti alternatívnych zdrojov energie nie je presvedčivá. Z tohto dôvodu menované spoločnosti nebudú ďalej uvažované pre zaradenie do investičného portfólia.

2.5 Verifikácia výsledkov bankrotným modelom

Najlepšie Z-skóre dosiahla spoločnosť Exxon Mobil s hodnotou 3,07. Táto spoločnosť je teda finančne zdravá a bankrot jej v blízkej budúcnosti nehrozí. Spoločnosti Chevron a Shell dosiahli z-skóre 2,53 a 2,26, čím sa zaradili to takzvanej šedej zóny, a ich finančnú situáciu nevieme určiť s presnosťou. Spoločnosti EPD, Total, Schlumberger, BP a Eni dosiahli Z-skóre pod úrovňou 1,81, čo naznačuje ich finančné problémy a zvýšene riziko blízkeho bankrotu.

Tabuľka č. 19 : Z-skóre jednotlivých spoločností⁴² (vlastné spracovanie)

Spoločnosť / Ukazovateľ	x1	x2	x3	x4	x5	Z-skóre
Exxon	-0,03	1,22	0,09	2,30	0,81	3,07
EPD	-0,02	0,00	0,09	1,91	0,64	1,72
Chevron	0,03	0,71	0,08	2,44	0,63	2,53
Total	0,07	0,00	0,08	1,11	0,72	1,47
Shell	0,05	0,46	0,10	1,33	0,97	2,26
Schlumberger	0,03	0,45	0,05	1,78	0,47	1,75
BP	0,01	0,00	0,05	0,82	1,06	1,58
Eni	0,10	0,31	0,13	0,85	0,67	1,76

⁴² *GuruFocus* [online]. Allen: GuruFocus, ©2004-2019 [cit. 2019-03-18]. Dostupné z: https://www.gurufocus.com/new_index/

3 VLASTNÉ NÁVRHY RIEŠENIA

Najlepšie spomedzi skúmaných spoločností sa umiestnila spoločnosť Exxon Mobil. Napriek tomu, že v tržbách nevedie, zisky má najvyššie, čo vypovedá o jej hospodárnosti. Patrí medzi najmenej zadlžené zo skúmaných spoločností (dlhodobé záväzky sú pod úrovňou 10% kapitálovej štruktúry), navyše sa vďaka znižovaniu dlhodobých záväzkov jej celková zadlženosť za posledné roky stále znižuje. Nárast krátkodobých úverov v posledných 2 rokoch spôsobil čiastočné zníženie likvidity, avšak situácia nie je vážna a likvidita dosahuje rovnakých hodnôt ako dosahovala pred ropnými šokmi v roku 2015. Exxon Mobil je najviac efektívna v premieňaní zdrojov na zisk, s priemernou hodnotou ROA na úrovni 6,40%. V ukazovateli rentability vlastného kapitálu sa umiestnila na druhej priečke s priemernou hodnotou ROE 12,48%. Cena akcie k zisku na akciu dosahuje priemerné hodnoty a teda akcie tejto spoločnosti nie sú trhom precenené. Prvenstvo v matici potvrdil aj výsledok Altmanovho bankrotného testu, kde sa opäť spoločnosť umiestnila najlepšie. Spoločnosť Exxon Mobil je teda finančne zdravá bez hroziaceho bankrotu.

Exxon patrí medzi najväčšie spoločnosti sveta. Skúsený manažment spoločnosti presadzuje konzervatívnejšie riadenie spoločnosti bez nadmerného zadlžovania, vďaka čomu už 36 po sebe idúcich rokov zvyšuje vyplácané dividendy (dokonca aj počas prepadu ziskov v rokoch 2015 a 2016). Kvôli obrovskej a rozvinutej infraštruktúre spoločnosti síce nemožno v budúcnosti predpokladať výrazný rast, no diverzifikácia činností (*upstream*, *downstream* aj *midstream*) znižuje dopady prípadných výkyvov v cenách ropy. Spoločnosť takisto aktívne investuje do alternatívnych projektov v oblasti biopalív a obnoviteľných zdrojoch energie, a na základe uvedených skutočností budú akcie tejto spoločnosti zaradené do portfólia fondu s podielom 30%.

Druhou najlepšie umiestnenou spoločnosťou je *midstream*-ová spoločnosť Enterprise Products Partners (EPD). Spoločnosť dosahuje najlepšie výsledky v ukazovateli ROE a druhé najlepšie v ukazovateli ROA. Zadlženosť je v porovnaní s Exxon Mobile vyššia (v priemere 59,72%), za to však môžu rozsiahle investície v oblasti *midstream*-u (viac ako 5 miliárd USD), kde je EPD najväčším hráčom trhu. Tržby od prepadu v roku 2015 rástli každý rok a spoločnosť ostala zisková počas celého skúmaného obdobia. Likvidita v priebehu rokov poklesla o 0,1 na hodnotu 0,7, čo však neznamená vážnejšie problémy.

Ukazovateľ P/E je len o 0,5 vyšší ako u spoločnosti Exxon Mobile, a teda akcie tejto spoločnosti nie sú nadmerne precenené. Pri overení Altmanovým modelom spoločnosť dosiahla skóre 1,72, čo podľa teórie signalizuje finančné problémy. Nízke skóre je však zapríčinené tým, že spoločnosť neudržiava žiaden nerozdelený zisk.

EPD predstavuje silnú *midstream*-ovú spoločnosť s veľkým očakávaným rastom už v roku 2020. Veľké investície do infraštruktúry ospravedlňujú jej o niečo vyššiu zadlženosť a z povahy sektoru v ktorom sa spoločnosť nachádza vieme konštatovať, že najmä v najbližších rokoch sa jej tržby budú naďalej zvyšovať. Ako *midstream*-ová spoločnosť nie je pod takým environmentálnym tlakom ako ťažiacie spoločnosti, napriek tomu sa však aktívne angažuje na znižovaní dopadu priemyslu na životné prostredie. Vo svojom portfóliu má solárne aj veterné energetické projekty, a svoju iniciatívu ďalej rozvíja napríklad rozsiahlym recyklačným programom v rámci spoločnosti. Na základe uvedeného akcie spoločnosti EPD zaradíme do portfólia fondu s podielom 25%.

Tretia najvyššie umiestená spoločnosť je Chevron, a to najmä vďaka nízkej zadlženosti. Spomedzi vybraných spoločností má celkovú zadlženosť najnižšiu, a to v priemere 42,50%. Táto priemerná hodnota je dokonca pozdvihnutá kvôli nárastu v roku 2016, keď stúpila zadlženosť na 44,02%. Po všetky ostatné roky s výnimkou v roku 2015 (42,61%) sa držala pod úrovňou 42%. Spoločnosť má štedrú dividendovú politiku výnosom z dividendy na úrovni 3,80%. Škrvnou na inak kladnej vizitke tejto spoločnosti je strata takmer pol miliardy USD v roku 2016 a absencia významnejších investícií a iniciatív v oblasti obnoviteľných zdrojov energie. Z tohto dôvodu budú akcie spoločnosti Chevron zaradené do portfólia len s podielom 5%.

Štvrtú priečku obsadila francúzska spoločnosť Total S.A., ktorá ponúka atraktívny výnos z dividendy a nízke P/E, kde sa umiestnila spomedzi konkurencie najlepšie. Spoločnosť má takisto nadpriemerne hodnoty likvidity, za čo môže minuloročné zvýšenie cash flow z prevádzkovej činnosti o 11%. Má rozbehnuté viaceré projekty ako Yamal LNG, Ichthys, Kaombo alebo Egino, na základe ktorých sa dá predpokladať rast spoločnosti už v blízkej budúcnosti. Príjmy z explorácie a ťažby vzrástli medziročne o 71% a Total sa angažuje v oblasti obnoviteľných zdrojov a znižovania emisií, čo z nej robí atraktívnu investíciu v dlhodobom horizonte. Nízke Z-skóre s hodnotou 1,47 je podobne ako je tomu

v prípade EPD zapríčinené absenciou nerozdelených príjmov. Akcie Total S.A. budú zaradené do portfólia fondu s podielom 10%.

Poslednou firmou, ktorá bude zaradená do portfólia fondu, je spoločnosť Royal Dutch Shell. Má najobjemnejšie tržby spomedzi konkurencie, najvyšší výnos z dividendy a tretiu najvyššiu hodnotu ROE. Dôkladne diverzifikované portfólio činností zabezpečuje výrazné zníženie dopadu cenových výkyvov ropy na spoločnosť. Spoločnosť síce využíva pákový efekt, s dlhodobými záväzkami na úrovni 20% kapitálovej štruktúry, na druhú stranu oplýva takmer 27 miliardami USD v hotovosti. Veľkým bonusom je fakt, že Shell je jednou z najaktívnejších ropných spoločností v oblasti čistej energie znižovania emisií. Nakupuje solárne panely, vo veľkom investuje do veterných turbín a kúpila spoločnosť vyrábajúcu napájacie stanice pre elektromobily⁴³. Na základe svojej vízie energetického priemyslu a primeraných opatreniach vedúcich k jej naplneniu, budú akcie Shell zaradené do portfólia fondu s podielom 30%.

⁴³ BREWER, Reuben Gregg. Better Buy: ExxonMobil vs. Royal Dutch Shell: Shell easily beats Exxon when you look at dividend yield, but does that make it the better buy?. The Motley Fool [online]. *The Motley Fool*, ©1995-2019, 02.02.2019 [cit. 2019-03-18]. Dostupné z: <https://www.fool.com/investing/2019/02/02/better-buy-exxonmobil-vs-royal-dutch-shell.aspx>

ZÁVER

Cieľom tejto bakalárskej práce bolo vytvoriť investičné portfólio modelového fondu kvalifikovaných investorov. Predmetom investícií boli akcie najväčších ropných spoločností sveta podľa tržnej kapitalizácie. Práca pozostáva z troch hlavných častí a jej výsledkom je konkrétny návrh pre manažment fondu.

V prvej, teoretickej časti práce bol čitateľ oboznámený s problematikou fondov kvalifikovaných investorov, ich právneho hľadiska, investičných stratégií a podmienkami v rámci Českej republiky. Ďalej bola popísaná finančná analýza a jej spracovanie, jednotlivé pomerové ukazovatele, metódy medzipodnikové zrovnávania a bankrotné modely určené na verifikáciu dosiahnutých výsledkov.

Druhá, analytická časť práce bola zameraná na prevedenie finančnej analýzy. Podrobne popisuje štatút modelového fondu kvalifikovaných investorov a prvotný výber spoločností. Ďalej sú popísané a pomocou zvolených pomerových ukazovateľov analyzované vybrané ropné spoločnosti, ktoré prešli prvotným výberom. Na záver sú dosiahnuté hodnoty pomerových ukazovateľov jednotlivých spoločností vzájomne porovnané metódou váženého podielu a overené Altmanovým bankrotným modelom.

Tretia, návrhová časť nadväzuje na výsledky finančnej analýzy a jej predmetom je konkrétny návrh na zloženie portfólia modelového fondu. Vybrané boli spoločnosti Shell a Exxon Mobil obe s podielom 30%, EPD s podielom 25%, Total S.A. s podielom 10% a Chevron s podielom 5%.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

1. About Schlumberger. *Schlumberger* [online]. Paríž, ©2019 [cit. 2019-03-11]. Dostupné z: <https://www.slb.com/about.aspx>
2. About us - History. *Enterprise Products Partners L.P.* [online]. Texas, ©2015-2019 [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <https://www.enterpriseproducts.com/about-us/history>
3. Altman Z-Score. *Investopedia* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-17]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/a/altman.asp>
4. BAKER, H. Kent a Greg FILBECK. *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. New York: Oxford University Press, 2017. ISBN 978-0190607371.
5. BARUFALDI, Dan. Hedge Funds: Strategies. *Investopedia* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/university/hedge-fund/strategies.asp>
6. BP PLC ADR. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=BP>
7. *BP Statistical Review of World Energy* [online]. 67. Londýn: BP p.l.c., 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2018-full-report.pdf>
8. BREWER, Reuben Gregg. Better Buy: ExxonMobil vs. Royal Dutch Shell: Shell easily beats Exxon when you look at dividend yield, but does that make it the better buy?. *The Motley Fool* [online]. *The Motley Fool*, ©1995-2019, 02.02.2019 [cit. 2019-03-18]. Dostupné z: <https://www.fool.com/investing/2019/02/02/better-buy-exxonmobil-vs-royal-dutch-shell.aspx>
9. Chevron Corp. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=CVX>
10. Common Hedge Fund Strategies. *Capital Fund Law Group* [online]. New York, ©2017 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://www.capitalfundlaw.com/blog/2015/04/05/common-hedge-fund-strategies>
11. COOPER, Amanda a Christopher JOHNSON. Now near 100 million bpd, when will oil demand peak?. *Reuters* [online]. Londýn: Reuters, ©2019, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-oil-demand-peak/now-near-100-million-bpd-when-will-oil-demand-peak-idUSKCN1M01TC>
12. COYNE, Dennis. World Oil 2018-2050: World Energy Annual Report (Part 2). *Peak Oil Barrel* [online]. 2018, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <http://peakoilbarrel.com/world-oil-2018-2050-world-energy-annual-report-part-2/>
13. ČESKO. Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS 2010-2018 [cit. 14. 01. 2019]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2013-240>
14. DELLA VIGNA, CFA, Michele, Neil MEHTA, David CHRENG a Alberto GANDOLFI. *Re-imagining Big Oils: How Energy Companies can successfully adapt to*

- climate change* [online]. New York: The Goldman Sachs Group, 2018 [cit. 2019-03-31]. Dostupné z: https://assets.realclear.com/files/2018/10/1038_oilclimate.pdf
15. EBERHART, Dan. Forecasts Of Peak Oil Demand Overstated. *Forbes* [online]. New Jersey: Forbes, ©2019, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/daneberhart/2018/09/18/forecasts-of-peak-oil-demand-overstated/#43dde6769b65>
16. Eni SpA. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=XETR:ENI@ion=DEU>
17. Enterprise Products Partners LP. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=EPD>
18. Exxon Mobil Corp. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=XOM@ion=usa&culture=en-US>
19. Fondy kvalifikovaných investorů. *Avant* [online]. Praha: Avant, ©2018 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.avantfunds.cz/fondy-kvalifikovanych-investoru/>
20. Fortune 500 Companies 2018: Who Made the List. *Forbes* [online]. New York: Forbes, ©2018 [cit. 2019-02-12]. Dostupné z: <http://fortune.com/fortune500/>
21. GLADIŠ, Daniel. Analýzy a investiční názory: Břidlicová ropa. *Vltava Fund* [online]. Malta, ©2017, 2017 [cit. 2019-04-06]. Dostupné z: <http://www.vltavafund.com/cz/analyzy/ropa>
22. GOGNA, Monica. Industry grapples with regulatory changes. In: *Financial Times Advisor* [online]. Londýn: The Financial Times, ©2014 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.ftadviser.com/2014/12/15/investments/uk/industry-grapples-with-regulatory-changes-2vsLhqkuU99mxFub3ICQ6N/article.html>
23. *GuruFocus* [online]. Allen: GuruFocus, ©2004-2019 [cit. 2019-03-18]. Dostupné z: https://www.gurufocus.com/new_index/
24. History. *Chevron* [online]. San Ramon, ©2019 [cit. 2019-02-21]. Dostupné z: <https://www.chevron.com/about/history>
25. KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, s. 17. ISBN 978-80-247-4456-8.
26. KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. Praha: C. H. Beck, 2015, s. 14. ISBN 978-80-7400-538-1.
27. Objem Majetku Svěřený Správcům Aktiv Dosáhl k 31.3.2018 Výše 1,365 Bilionu Korun. *AKAT ČR* [online]. ©2018, , 4 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.akatcr.cz/public/vypisNovinku.do?id=4031>
28. Paris Agreement. *United Nations Treaty Collection* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-28]. Dostupné z: https://treaties.un.org/pages/ViewDetails.aspx?src=TREATY&mtdsg_no=XXVII-7-d&chapter=27&clang=en

29. Provoz fondu a jeho správa. *Amista* [online]. Praha: AMISTA investiční společnost, ©2014-2018 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://www.amista.cz/pruvodce-fondy-kvalifikovanych-investoru/provoz-fondu-a-jeho-sprava>
30. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy: učebnice s programem na generování cvičných testů*. Praha: Grada Publishing, 2016. ISBN 978-80-247-5871-8.
31. ROBSON, Neil. AIFM Directive for US Private Fund Managers. In: *The National Law Review* [online]. Chicago: The National Law Review, ©2014 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.natlawreview.com/article/aifm-directive-us-private-fund-managers>
32. Royal Dutch Shell PLC ADR Class A. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=RDS.A>
33. Schlumberger Ltd. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=SLB>
34. SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku. 2., aktualiz. vyd.* Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
35. STAHEL, Alexander, Patrick FELLER a Manuela NIETH. *Crude Oil: Are You Ready For Triple-Digit Oil Prices?* [online]. Zug: Burggraben Holding, 2018 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: <https://seekingalpha.com/article/4170446-crude-oil-ready-triple-digit-oil-prices>
36. The Paris Agreement. *United Nations Framework Convention on Climate Change* [online]. Bonn, 2019 [cit. 2019-03-24]. Dostupné z: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>
37. Total SA ADR. *Morningstar* [online]. New York, 2019 [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=TOT>
38. TRAMBA, David. Dvojnásobný růst aktiv na 139 miliard. Zájem o fondy kvalifikovaných investorů stoupá. In: *Euro.cz* [online]. Praha: Mladá fronta, ©2018 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: <https://www.euro.cz/byznys/zajem-o-fondy-kvalifikovanych-investoru-stoupa-1410223>
39. VASSILIOU, M. S. *Historical dictionary of the petroleum industry*. Lanham, Md.: Scarecrow Press, 2009. Historical dictionaries of professions and industries, 3. ISBN 978-0810859937.
40. Who We Are. *Shell* [online]. Hague: Shell, ©2019 [cit. 2019-02-17]. Dostupné z: <https://www.shell.com/about-us/who-we-are.html#vanity-aHR0cHM6Ly93d3cuc2h1bGwuY29tL2dsb2JhbC9hYm91dHNoZWxsL2F0LWEtZ2xhbmNlLmh0bWw>
41. Who We Are. *Total* [online]. Paříž, ©2019 [cit. 2019-02-24]. Dostupné z: <https://www.total.com/en/our-group/total-a-major-energy-operator>
42. *World Energy Investment: Executive Summary* [online]. Francúzsko: International Energy Agency, 2018 [cit. 2019-04-06]. Dostupné z: <https://webstore.iea.org/download/summary/1242?fileName=English-WEI-2018-ES.pdf>

42. *Zákon č. 148/2016 Sb.: kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony.* In: Praha: Ministerstvo financí ČR, 2016, ročník 2016, číslo 148. Dostupné také z: <https://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2016/zakon-c-148-2016-sb-24967>

ZOZNAM GRAFOV

GRAF Č. 1: VELKOSŤ TRHU FONDŮ KVALIFIKOVANÝCH INVESTOROV (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 6)	16
GRAF Č. 2 : VÝVOJ UKAZOVATEĽOV ROE A ROA EXXON MOBIL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	32
GRAF Č. 3 : VÝNOS Z DIVIDENDY EXXON MOBIL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	33
GRAF Č. 4 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ EXXON MOBIL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	33
GRAF Č. 5 : TRŽBY A ČISTÝ ZISK EXXON MOBIL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	34
GRAF Č. 6 : VÝVOJ UKAZOVATEĽOV ROE A ROA ROYAL DUTCH SHELL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	36
GRAF Č. 7 : VÝNOS Z DIVIDENDY ROYAL DUTCH SHELL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	37
GRAF Č. 8 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ ROYAL DUTCH SHELL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	38
GRAF Č. 9 : TRŽBY A ČISTÝ ZISK ROYAL DUTCH SHELL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	39
GRAF Č. 10 : VÝVOJ UKAZOVATEĽOV ROE A ROA CHEVRON CORPORATION (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	40
GRAF Č. 11 : VÝNOS Z DIVIDENDY CHEVRON CORPORATION (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	41
GRAF Č. 12 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ CHEVRON CORPORATION (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	42
GRAF Č. 13 : TRŽBY A ČISTÝ ZISK CHEVRON (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18) .	43
GRAF Č. 14 : VÝVOJ UKAZOVATEĽOV ROE A ROA TOTAL S.A. (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	44
GRAF Č. 15 : VÝNOS Z DIVIDENDY TOTAL S.A. (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	45
GRAF Č. 16 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ TOTAL S.A. (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	45

GRAF Č. 17 : TRŽBY A ČISTÝ ZISK TOTAL S.A. (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	47
GRAF Č. 18 : VÝVOJ UKAZOVATEĽOV ROE A ROA BP (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	48
GRAF Č. 19 : VÝNOS Z DIVIDENDY BP (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	49
GRAF Č. 20 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ BP (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	50
GRAF Č. 21 : TRŽBY A ČISTÝ ZISK BP (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	51
GRAF Č. 22 : VÝVOJ ROE A ROA SCHLUMBERGER (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	53
GRAF Č. 23 : VÝNOS Z DIVIDENDY SCHLUMBERGER (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	54
GRAF Č. 24 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ SCHLUMBERGER (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	54
GRAF Č. 25 : TRŽBY A ČISTÝ ZISK SCHLUMBERGER (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	56
GRAF Č. 26 : VÝVOJ ROE A ROA ENTERPRISE PRODUCTS (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	57
GRAF Č. 27 : VÝNOS Z DIVIDENDY ENTERPRISE PRODUCTS (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	58
GRAF Č. 28 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ ENTERPRISE PRODUCTS (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	58
GRAF Č. 29 : TRŽBY A ZISK ENTERPRISE PRODUCTS (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	60
GRAF Č. 30 : VÝVOJ ROE A ROA ENI (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	61
GRAF Č. 31 : VÝVOJ Z DIVIDENDY ENI (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	62
GRAF Č. 32 : CELKOVÁ ZADLŽENOSŤ ENI (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	63
GRAF Č. 33 : TRŽBY A ZISK ENI (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18)	64

ZOZNAM OBRÁZKOV

OBRÁZOK Č. 1: HISTORICKÉ A PREDPOVEDANÉ MNOŽSTVO VYPRODUKOVANEJ ROPY NA SVETE ⁶	12
---	----

ZOZNAM TABULIEK

TABUĽKA Č. 1: MAJETOK V FKI SO SÍDLOM V ČR NA KONCI 3Q 2018 Z HĽADISKA INVESTIČNÝCH SPOLOČNOSTÍ (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 8).....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
TABUĽKA Č. 2 : KURZ AKCIE EXXON MOBIL, UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	34
TABUĽKA Č. 3 : UKAZOVATELE HRUBEJ MARŽE A EPS EXXON MOBIL (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	35
TABUĽKA Č. 4 : KURZ AKCIE SHELL, UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	38
TABUĽKA Č. 5 : UKAZOVATELE HRUBEJ MARŽE A EPS ROYAL SHELL DUTCH (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	39
TABUĽKA Č. 6 : KURZ AKCIÍ CHEVRON, UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	42
TABUĽKA Č. 7 : UKAZOVATELE HRUBEJ MARŽE A EPS CHEVRON CORPORATION (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	43
TABUĽKA Č. 8 : KURZ AKCIÍ TOTAL S.A., UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	46
TABUĽKA Č. 9 : UKAZOVATELE HRUBEJ MARŽE A EPS TOTAL S.A. (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	47
TABUĽKA Č. 10 : KURZ AKCIÍ BP, UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	50
TABUĽKA Č. 11 : UKAZOVATELE HRUBEJ MARŽE A EPS BP (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	51
TABUĽKA Č. 12 : KURZ AKCIÍ SCHLUMBERGER, UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	55
TABUĽKA Č. 13 : KURZ AKCIÍ ENTERPRISE PRODUCTS, UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	59
TABUĽKA Č. 14 : UKAZOVATELE HRUBEJ MARŽE A EPS ENTERPRISE PRODUCTS (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	60
TABUĽKA Č. 15 : KURZ AKCIÍ ENI, UKAZOVATELE P/E A P/B (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	64

TABULKA Č. 16 : UKAZOVATELE HRUBEJ MARŽE A EPS ENI (VLASTNÉ SPRACOVANIE NA ZÁKLADE 18).....	65
--	----